

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

IMPACTO DA FISCALIDADE NAS DECISÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES EM PORTUGAL

Victor Maurílio Silva Barros

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM FINANÇAS

Orientador: Professor Doutor João Carlos Carvalho das Neves

Júri:

Presidente: Doutora Maria Teresa Medeiros Garcia, professora auxiliar com agregação do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

Vogais: Mestre Manuel Henrique de Freitas Pereira, professor catedrático convidado do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

Doutor João Carlos Carvalho das Neves, professor catedrático do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

Lisboa, Junho de 2011



Os melhores RUMOS para os Cidadãos da Região



REGIÃO AUTÓNOMA DA
MADEIRA



REPÚBLICA PORTUGUESA



UNIÃO EUROPEIA
FSE

Agradeço o fundamental apoio financeiro concedido pelo Centro de Ciência e Tecnologia da Madeira (CITMA), através do Fundo Social Europeu (FSE).

Resumo

Este estudo pretende determinar se a fiscalidade influenciou as decisões dos gestores das empresas compradoras nas fusões e aquisições (F&A) realizadas em Portugal entre 2000 e 2009.

Após confirmar as F&A ocorridas em Portugal no período seleccionado, a metodologia de investigação consistiu no envio de um inquérito por questionário às empresas seleccionadas. Por ter sido possível categorizar as respostas obtidas por grupos (empresas nacionais e estrangeiras; cotadas e não cotadas; grandes empresas e pequenas e médias empresas (PME); envolvidas em 3 ou menos F&A e em 4 ou mais) foram efectuadas análises entre grupos e em termos agregados.

No geral, os resultados obtidos sugerem que a fiscalidade teve pouca importância nas decisões de F&A. Os três principais factores fiscais que influenciaram as decisões de F&A dos gestores respondentes foram a tributação dos dividendos, a transmissibilidade de créditos e de prejuízos fiscais e a tributação internacional. Contudo, entre grupos verificou-se uma diferença substancial para as PME, cujos gestores consideraram como factor fiscal mais importante nas decisões de F&A o sistema judicial tributário.

Encontrou-se também algumas situações em que a fiscalidade em Portugal denota ser pouco competitiva em relação a outros países da União Europeia. Como resultado do estudo desenvolvido, foram ainda indicadas algumas recomendações de alteração ao sistema fiscal português de forma a incentivar as F&A.

JEL: G34, H20, G11.

Palavras-chave: fusões e aquisições, fiscalidade, decisões de investimento.

Abstract

This study aims to determine if taxation influenced the investment decision making of the acquirers companies in the mergers and acquisitions (M&A) that took place in Portugal between 2000 and 2009.

First it was confirmed all the M&A transactions in the selected period. The research methodology consisted in a questionnaire that was sent to the board of selected companies. Because we have achieved enough responses to set some groups (Portuguese and foreign companies; listed and non-listed companies; large companies and small and medium enterprises (SME); companies with 3 or less M&A and companies with 4 or more), joint and separate analyses for groups have been made.

Overall, our results suggest that taxation did not affect significantly the M&A decisions. The three main important tax issues for respondents were the dividends taxation, the transfer of tax credits and tax losses, and the international taxation. However, between groups there was a substantial difference for SME where the main tax issue in M&A decisions was the judicial system.

During the research was found some weaknesses of Portuguese taxation comparing to other European Union Members. As a result it was also possible to make some recommendations to improve the Portuguese fiscal system in order to encourage more M&A transactions.

JEL: G34, H20, G11.

Keywords: mergers and acquisitions, taxation, decision making.

Agradecimentos

Agradeço ao meu orientador, Professor Doutor João Carvalho das Neves, pela disponibilidade, sábias orientações e fundamentais sugestões que me fez, contribuindo decisivamente para a qualidade final deste estudo.

Gostaria de agradecer ao Dr. José Eduardo Gonçalves pela oportunidade que me concedeu e pelas importantes opiniões emitidas.

Ao Dr. Manuel Lopes Faustino o meu profundo obrigado pela sua inesgotável disponibilidade e diversos materiais disponibilizados.

Agradeço igualmente à Professora Doutora Maria dos Prazeres Lousa pela sua disponibilidade.

À colega e amiga Elizabetth Sequeira, agradeço as diversas revisões, oportunos comentários e paciência demonstrada ao longo de todo o Mestrado.

Agradeço ao Manuel Achando, ao Carlos Pinto, à Renata Silva e ao João Paulo Calembo pelas opiniões e comentários.

Ao amigo João Ramos, por acreditar e apoiar, pela amizade verdadeira e pelas importantes sugestões e revisões críticas.

Agradeço a lista de *deals* efectuados em Portugal, fornecida gentilmente pelo Dr. João Castelhão Soares da *Bureau van Dijk*.

Ao Sr. João Villa de Brito agradeço a gentileza do seu convite para comigo reflectir sobre a importância da fiscalidade em algumas operações em que esteve envolvido.

Agradeço à Professora Doutora Raquel Medeiros Gaspar pela carta de recomendação que escreveu para o CITMA, sendo decisiva para poder concluir o Mestrado.

Porque agradecer parte de nós e não é imposto, o agradecimento a todos os docentes e coordenadores do Mestrado, pelos preciosos ensinamentos e atenção que me presentearam ao longo da minha formação, fica também aqui expresso.

Por fim, agradeço a vocês que sempre estiveram lá, sem perguntas e com todas as respostas. Refiro-me aos meus pais e irmãos, cuja fusão de esforços e apoio incondicional tiveram um impacto decisivo na minha evolução durante todo o meu percurso académico. A eles tudo devo e sem eles este estudo não seria possível.

Índice

Resumo	i
Abstract	ii
Agradecimentos	iii
Índice	iv
Lista de Figuras	v
Lista de Tabelas	vi
Lista de Abreviaturas	vii
 CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO	 1
 CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA	 7
2.1 – Enquadramento das F&A	7
2.2 – Aspectos gerais que influenciam as decisões de F&A	10
2.3 – Aspectos fiscais que influenciam as decisões de F&A	15
2.4 – Regime fiscal aplicável às fusões de sociedades em Portugal	26
2.5 – Impacto da harmonização contabilística na fiscalidade das F&A	36
2.6 – Conclusões da revisão da literatura	39
 CAPÍTULO III – INVESTIGAÇÃO EMPÍRICA	 41
3.1 – Metodologia de investigação	41
3.2 – Análise e interpretação	47
 CAPÍTULO IV – CONCLUSÕES	 62
4.1 – Principais conclusões do estudo	62
4.2 – Recomendações de alteração ao sistema fiscal português	65
4.3 – Limitações do estudo	66
4.4 – Indicação para investigação futura	66
 Bibliografia	 67
 Anexos	 79

Lista de Figuras

Figura 1 - Número de operações de F&A realizadas em Portugal entre 2000 e 2010*	42
Figura 2 – Nível de satisfação das operações realizadas	51
Figura 3 – Importância de diversos factores gerais nas decisões de F&A em Portugal	52
Figura 4 – Importância de diversos factores fiscais nas decisões de F&A em Portugal	56
Figura 5 – Nível de satisfação quando recorreram a consultoria fiscal	58
Figura 6 – Opinião sobre o actual regime fiscal das F&A em Portugal	59

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Resumo das respostas ao inquérito por questionário	47
Tabela 2 – País das empresas respondentes	48
Tabela 3 – Forma jurídica das empresas respondentes	48
Tabela 4 – Dimensão das empresas respondentes	49
Tabela 5 – Empresas respondentes cotadas em bolsa	49
Tabela 6 – Número de operações de F&A realizadas	50
Tabela 7 – Percentagem de capital detido após a operação	50

Lista de Abreviaturas

CSC	Código das Sociedades Comerciais
DGCI	Direcção-Geral dos Impostos
EBF	Estatuto dos Benefícios Fiscais
EM	Estado Membro da União Europeia
F&A	Fusões e Aquisições
IAS	International Accounting Standards
IDE	Investimento directo estrangeiro
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMI	Imposto Municipal sobre Imóveis
IMT	Imposto Municipal sobre as Transacções Onerosas de Imóveis
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas
IRS	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
IS	Imposto do Selo
IVA	Imposto sobre o Valor Acrescentado
NCRF	Norma Contabilística e de Relato Financeiro
PME	Pequenas e Médias Empresas
RNF	Regime de neutralidade fiscal das fusões de sociedades
SE	Sociedade Europeia
SEAF	Secretário de Estado dos Assuntos Fiscais
SFP	Sistema fiscal português
SNC	Sistema de Normalização Contabilística
UE	União Europeia

CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

O investimento assume-se como um factor crítico para o desenvolvimento das economias, bem como para a sua competitividade em termos nacionais e internacionais.¹

Nesse sentido, Neto (2003) argumenta que a capacidade de Portugal absorver no futuro investimento directo estrangeiro (IDE) será um factor chave na competitividade económica e na capacidade de inovação da economia portuguesa.²

No entanto, a competitividade joga-se cada vez mais pela via da competitividade das empresas (Moura, 1999), em que sem competitividade estas não podem sobreviver (Lopes, 2001). Os países designados como pouco competitivos não desaparecem, o que lhes acontece é que vivem com baixos níveis de rendimento e têm fraco crescimento económico (Lopes, 2001). É precisamente este efeito que presenciamos em Portugal, com desempenhos económicos modestos e um nível de produtividade baixo, limitando a capacidade de captação de IDE.

Apesar dos problemas recentes, um caso de sucesso na captação de IDE é a Irlanda que, para Leite (2003), assentou o seu sucesso em dois factores essenciais: a capacidade de atracção de IDE altamente produtivo e a aposta longa e consistente na qualificação dos seus recursos humanos. Também a McKinsey (2003) considerou que a Irlanda constitui uma boa ilustração do papel da atracção de investimento.

Mais recentemente, Horta (2009) defendeu que os fluxos de investimento estrangeiro para Portugal dependem significativamente da situação económico-financeira dos países

¹ A competitividade, em geral, pode ser definida como a capacidade de um país fazer crescer o nível de vida num contexto de abertura internacional e mantendo os equilíbrios macroeconómicos fundamentais (Constâncio, 2010).

² Segundo a UNCTAD (2009a), o IDE pode ser definido como um investimento efectuado por um residente numa economia em outra economia, com natureza de longo prazo, em que o investidor possui um grau de influência significativa na gestão da empresa (normalmente com percentagem de controlo superior a 10%).

de origem e da procura internacional. Considera ainda que a atractividade de Portugal como país de destino de investimento estrangeiro enfrenta um momento decisivo.

Nesse sentido, a fiscalidade assume um papel determinante na capacidade de captação de IDE, tal como alerta Catroga (2001), quando diz que para Portugal é crítico, a todo o momento, ter um sistema fiscal mais amigo do investimento e da actividade empresarial que a vizinha Espanha. Esta necessidade surge, porque a concorrência fiscal é uma componente do fenómeno da globalização, onde a competição é mais evidente nos países com maior proximidade (Catroga, 2001).

Moura (1999) defende que a política fiscal é um factor crítico do sucesso, tanto para a captação, como para a consolidação do investimento em território nacional.³

Para Oliveira (2003), o sistema fiscal e aquilo que podemos chamar os regimes parafiscais, têm a maior influência na competitividade, em que um sistema que desincentive o investimento penaliza a criação de emprego e gera instabilidade social.

Abreu (2008) refere que, na corrida ao investimento estrangeiro, Portugal parte em desvantagem, designadamente face aos novos Estados Membros (EM) da União Europeia (UE). Considera que Portugal poderá conseguir atrair investimento estrangeiro pontual, à custa de grandes concessões em matéria de benefícios fiscais contratuais, mas terá grande dificuldade em ser considerado como um porto de abrigo natural para investimentos que não se destinem a servir exclusivamente o mercado nacional.

Em relação ao impacto dos impostos no incentivo para trabalhar ou investir no país, o WEF (2010) colocou Portugal na 123^a posição de entre um leque de 139 países, significando que Portugal é dos países em que os impostos mais desincentivam estes dois factores.

³ A política fiscal é o conjunto de decisões relativas à instituição, organização e aplicação dos impostos em conformidade com os objectivos visados pelos poderes políticos, estando intimamente ligada à política financeira ou política orçamental (Nabais, 2007).

Resta ainda referir que a fiscalidade, enquanto instrumento de política económica, tem um âmbito restrito, pois inclui apenas medidas respeitantes a impostos (Silva e Neves, 1992). Contudo, com a criação da União Económica e Monetária, a perda de importância da política monetária e cambial vai de par com o ganho de importância da chamada política fiscal, cujos grandes objectivos são a criação de riqueza, a atracção de investimento e a satisfação das necessidades financeiras do Estado (Bessa, 1999).

Segundo a UNCTAD (2009b), existem dois tipos de IDE utilizados com o propósito de entrada em novos mercados, sendo eles a constituição de uma nova empresa (*Greenfield FDI*) e as fusões e aquisições de empresas (F&A).⁴ Para Carvalho das Neves & Associados (2000), as F&A são uma prática de investimento que alargou-se a um nível transnacional e até transcontinental. Coeurdacier et al. (2009) e UNCTAD (2000) apontam que a maior parcela de IDE nos últimos anos, particularmente entre os países desenvolvidos, tem a forma de F&A transnacionais. Actualmente estima-se que as F&A constituam cerca de 80% do IDE global (Hyun and Kim, 2010).

Entre os finais do século XIX e do século XX ocorreram cinco grandes vagas de F&A, com diferenças em termos de regularidade e duração (Gaughan, 1999; Bruner, 2004). Desde 2003 verificou-se uma nova tendência (ou vaga) internacional de aumento do número de F&A, sendo interrompida com a actual crise (The Economist, 2007).

As operações de F&A permitem aos investidores internacionais entrarem no mercado nacional de forma mais rápida, pois pressupõe a aquisição de, ou a fusão com, uma empresa já implantada no território nacional. Também as operações de F&A internas são um factor importante na modernização, reorganização e competitividade do tecido

⁴ *Greenfield FDI* diz respeito a projectos de investimento que implicam a constituição de novas entidades e a criação de escritórios, edifícios, instalações e fábricas a partir do zero (UNCTAD, 2009b).

empresarial português.⁵ Um estudo da Ernst & Young (2009a) evidencia que, dos investimentos planeados em 2009 para Portugal por parte de um leque de 204 investidores internacionais, cerca de 20% estavam definidos como sendo pela via de oportunidades em F&A.

De acordo com um estudo do The Economist (2007) que implicou a realização de um inquérito por questionário a 602 executivos em todo o mundo, as F&A são o veículo de investimento preferido para o período entre 2007 e 2011. Concluíram ainda que as grandes limitações ao nível dos planos de investimentos das empresas em países desenvolvidos, citados pelos executivos, recaem sobre os custos do trabalho (42% dos inquiridos), o poder da taxa de câmbio (38%) e as taxas de tributação (32%).

As F&A assumem alguma complexidade em todas as fases do processo, sendo a fiscalidade, incluindo as suas diversas variáveis, um factor a ter em conta, podendo ser determinante no sucesso das operações. Em Portugal, existe um regime fiscal aplicável às fusões de sociedades, cujo desígnio principal gira em torno do princípio da neutralidade fiscal, que será alvo de alguma reflexão no presente estudo.

Nos últimos anos têm surgido vários estudos, nacionais e internacionais, sobre as motivações e impactos das F&A no balanço das empresas, outros lidam com as questões dos efeitos, políticas e estratégias, mas nenhum tenta reflectir de forma objectiva sobre o impacto da fiscalidade nas decisões de investimento dos gestores.

Por exemplo, os trabalhos de Auerbach and Reishus (WP 1986) e Auerbach (1988a; 1988b) estudaram a fiscalidade ao nível das F&A, com o objectivo de medir o impacto directo da fiscalidade nas operações em termos de poupança (ou sinergia) fiscal, não se preocupando em perceber a sensibilidade dos decisores para outras matérias fiscais.

⁵ Neste estudo, quando é referido o termo F&A, este refere-se exclusivamente a fusões e aquisições de empresas, embora Weston and Weaver (2001) considerem que o termo F&A, ou M&A (*mergers and acquisitions*) na versão inglesa, inclui também as *joint-ventures* e as alianças estratégicas.

Até porque, poderão existir outros factores fiscais a inquietar os gestores na hora de decidir uma F&A, além da transmissibilidade de prejuízos fiscais e redução da carga fiscal.

Acresce que os aspectos fiscais estão muito relacionados com as especificidades legais de cada país, o que limita a validade ou extrapolação das conclusões dos estudos internacionais existentes. É precisamente esta lacuna que se pretende eliminar, ao abordar o impacto das questões fiscais nos gestores aquando das suas decisões de investimento, numa análise específica para Portugal e para as operações de F&A.

Assim, os cinco grandes objectivos da dissertação são:

- determinar quantas operações de F&A ocorreram em Portugal entre 2000 e 2009;
- determinar qual a importância da fiscalidade nas decisões de F&A em Portugal;
- determinar quais os aspectos relevantes do ponto de vista fiscal nas decisões de F&A em Portugal;
- analisar a competitividade fiscal portuguesa nas F&A transnacionais;
- emitir recomendações de alteração ao actual sistema fiscal português.

No fundo, pretende-se, além de quantificar o número de operações ocorridas em Portugal, aferir de que forma a fiscalidade condicionou as decisões dos gestores nas operações de F&A. Uma vez constatado que as bases de dados disponíveis nesta área são limitadas em relação à informação desejada, optou-se por obter informação primária, através de um inquérito por questionário.

A grande motivação para explorar este tema surgiu dos estudos por mim desenvolvidos anteriormente na área fiscal e do gosto pelos dinâmicos processos de F&A, tendo também constatado que este tema não tem sido objecto de muitos trabalhos em Portugal, cujo principal impasse é a escassez de dados. É precisamente com a

obtenção de dados novos em Portugal, que se pretende solucionar os problemas identificados e, assim, contribuir para a melhoria da investigação nesta área.

Este trabalho está organizado em quatro capítulos, sendo que o primeiro diz respeito à presente introdução.

Devido à grande abrangência de temáticas associadas aos objectivos da dissertação, o capítulo segundo é amplo. Aborda o enquadramento das F&A e os aspectos importantes no investimento em F&A, sendo separados em não fiscais (ou gerais) e fiscais. É analisado o actual regime fiscal aplicável às fusões de sociedades, explorando em mais pormenor o regime de neutralidade fiscal e alguns casos em que a sua aplicação não é consensual. São analisados os limites da transmissibilidade da dedutibilidade de prejuízos fiscais em Portugal e comparado esse regime com o vigente noutros países. Procede-se igualmente a uma breve análise do impacto na fiscalidade das F&A fruto da harmonização contabilística. Ao longo deste capítulo são ainda comparadas algumas características fiscais com outros países, de forma a responder ao quarto objectivo desta dissertação.

O terceiro capítulo está subdividido em duas partes, onde a primeira apresenta a metodologia de investigação seguida, a amostra seleccionada e a definição das hipóteses de investigação. A segunda parte analisa os dados obtidos com o inquérito por questionário e procede a breves ligações com alguns fundamentos de revisão bibliográfica.

No quarto e último capítulo são apresentadas e comentadas as conclusões do estudo. É incluído ainda neste capítulo algumas recomendações de alteração ao actual sistema fiscal português (SFP), que resultaram da revisão bibliográfica e das respostas ao inquérito por questionário. Por fim, apresentam-se as limitações do estudo e orientações para investigações futuras.

CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA

2.1 – Enquadramento das F&A

Após na introdução ter sido descrita a importância das F&A como forma de investimento, importa definir este tipo de operação, embora não existam definições únicas para as F&A. As fusões podem ser caracterizadas como “*any transaction that forms one economic unit from two or more previous units*” (Weston and Weaver, 2001), ou como “*a combination of two corporations in which only one corporation survives and the merged corporation goes out of existence*” (Gaughan, 1999).

Para Ventura (1990), “*fusão significa a combinação de dois ou mais corpos num só*”.

Gaughan (1999) considera que uma aquisição corresponde a “*the purchase of an entire company or a controlling interest in a company*”.

Segundo Becker and Fuest (WP 2007), “*M&A investment is the purchase of an existing and immobile production facility*”. Uma outra definição de F&A é descrita pela UNCTAD (2009b), “*the taking over or merging capital, assets and liabilities of existing enterprises*”.

Em Portugal as fusões podem ser definidas segundo três perspectivas (Cunha, 2005): a jurídica, a fiscal e a contabilística.

A perspectiva jurídica das fusões está consagrada no n.º 4 do art. 97.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), onde é descrita uma definição ampla de fusão ao considerá-la, para o caso da fusão por incorporação, como uma operação que ocorre:

“*a) mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, acções ou quotas desta*”,

ou para o caso da fusão por concentração:

“b) mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, acções ou quotas da nova sociedade”.

Além das possíveis atribuições aos sócios de partes sociais da sociedade adquirente, segundo o n.º 5 do mesmo artigo:

“... podem ser atribuídas aos sócios da sociedade incorporada ou das sociedades fundidas quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal das participações que lhes forem atribuídas”.

Neste contexto, Sanches (2008) considera que as fusões distinguem-se da mera aquisição de uma sociedade, porque não são feitas mediante um pagamento em dinheiro dos direitos alienados, mas mediante um esquema em que as próprias participações sociais constituem o essencial da prestação, pois o pagamento em dinheiro tem limites.

De salientar que a definição de fusão implícita no CSC está em linha com a Terceira Directiva em matéria de imposto de sociedades – Directiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro. Por outro lado, a Directiva 90/434/CEE do Conselho, de 23 de Julho, influenciou a legislação fiscal relativa ao regime especial aplicável às fusões de sociedades consagrado no Código do IRC.⁶

De acordo com Lobo (2006), a transposição da Directiva 78/855/CEE para o CSC foi parcial, visto que não foi transposto para o normativo nacional o processo de “dissolução sem liquidação” associado às operações de fusão. Lobo (2006) também refere que no actual CSC não está consagrada a fusão nas causas de dissolução. Contudo, para o autor do projecto do CSC (Ventura, 1990), *“na fusão ou só as sociedades incorporadas ou todas as sociedades participantes se extinguem sem dissolução e sem liquidação, nos sentidos técnicos jurídicos destas palavras”.*

⁶ Sobre a Directiva 90/434/CEE e alterações posteriores, ver Rodríguez (2009), capítulo X.

Esta situação é diferente, por exemplo, em França, onde foi transposta a definição do processo de dissolução sem liquidação (Article 1844-5 du Code civil), aplicável ao regime especial das fusões (Article 210-0 A du Code général des impôts).⁷

A perspectiva fiscal das fusões actualmente é equiparada à perspectiva jurídica, estando prevista no art. 73.º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas (IRC) as modalidades que abrangem o regime especial aplicável às fusões de sociedades, que é descrito no art. 74.º do Código do IRC e seguintes.⁸

A alínea c) do n.º 1 do art. 73.º do Código do IRC ainda contempla uma outra modalidade de fusão que podemos considerar como uma extensão da primeira, consistindo na transferência do conjunto do património de uma sociedade totalmente pertencente a outra, ocorrendo quando a sociedade incorporada tem como único sócio a sociedade incorporante.

No Sistema de Normalização Contabilística (SNC) está contemplada a definição contabilística de fusão (e aquisição) (NCRF 14 §9)⁹, ao referir que uma concentração de actividades empresariais é a junção de entidades ou actividades empresariais separadas numa única entidade que relata.

As aquisições não possuem uma definição objectiva no quadro legal nacional, sendo apresentadas muitas vezes como parte integrante das concentrações de actividades empresariais, tal como descrito na perspectiva contabilística acima.

As F&A são normalmente enquadradas em três categorias (Neves, 1993):

(i) F&A horizontais, que envolvem empresas concorrentes;

⁷ Para analisar a situação da dissolução sem liquidação subjacente à legislação francesa, ver Ventura (1987).

⁸ A definição fiscal foi alterada em 2001 com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 221/01, de 7 de Agosto, passando a ser idêntica à perspectiva jurídica.

⁹ O SNC entrou em vigor em 1 de Janeiro de 2010, pela via do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de Julho, revogando o Decreto-Lei n.º 47/77, de 7 de Fevereiro que tinha aprovado o Plano Oficial de Contabilidade, estando anteriormente a definição contabilística de F&A consagrada na Directriz Contabilística n.º 1 e na IFRS 3 para as empresas cotadas.

(ii) F&A verticais, envolvendo empresas em diferentes fases na cadeia de valor;

(iii) F&A de diversificação.

Segundo Carvalho das Neves & Associados (2000), esta última categoria inclui as operações de diversificação pura ou em conglomerado e as operações de diversificação concêntrica. As primeiras caracterizam-se pelas empresas envolvidas não terem qualquer elo de ligação e as segundas envolvem empresas com algum elo de ligação, tendo como objectivo a obtenção de ganhos em situações comuns.

2.2 – Aspectos gerais que influenciam as decisões de F&A

Os motivos que levam os gestores das empresas a planearem e executarem uma operação de F&A são diversos e não lineares. Neves (1993) considera que os motivos para as operações de F&A são complexos e raramente são únicos, embora uma F&A específica possa ser justificada por uma diversidade de motivos.

Uma ideia base nos processos de F&A é a criação de valor para os accionistas, podendo ser obtida com a existência de algum tipo de sinergia. A palavra sinergia foi introduzida por Peter Drucker no domínio da estratégia empresarial, na qual se enquadram as operações de F&A. Contudo, Mueller and Sirower (2003) consideram que a palavra sinergia entrou com maior importância no dicionário das F&A durante a vaga de fusões de 1960, para descrever os ganhos a partir de fusões em conglomerado que não eram facilmente identificados, mas estavam presentes na sua justificação.

Para Bruner (2004), uma operação de F&A sinérgica é aquela que vem criar valor para os accionistas, que eles não seriam capazes de criar por conta própria através da combinação de acções numa carteira.

Na opinião de Gaughan (1999) os motivos estratégicos e determinantes das F&A são: crescimento; sinergia; diversificação; motivos económicos; potencial valorização da empresa; possibilidade de melhoria na gestão e motivos fiscais.

Barrios et *al.* (2009) mostram que existem vários factores que influenciam as decisões de localização das empresas, alguns fiscais e outros não fiscais, tais como: o tamanho do mercado; a distância do país de origem do investimento; o ambiente legal; a regulação estrangeira; o nível salarial e a produtividade dos cidadãos, entre outros.

Assim, vamos analisar mais pormenorizadamente os factores que consideramos mais relevantes nas decisões de F&A e que foram incorporados no inquérito por questionário. Os factores estão assinalados a sublinhado no presente subcapítulo e no seguinte, sendo muitos deles relevantes sobretudo ao nível das F&A transnacionais.¹⁰

Segundo Ross et *al.* (2008), a possibilidade de obtenção de sinergia estratégica com uma F&A é um dos factores que pode gerar um aumento das receitas das empresas. A aquisição de capacidades em novas indústrias, a obtenção de talentos para as indústrias de desenvolvimento rápido, a capacidade de movimento rápido em novos produtos e mercados são algumas vantagens estratégicas com as F&A (Weston and Weaver, 2001).

Os ganhos provenientes na melhoria na cadeia de valor, subjacentes à integração vertical, são apontados como um dos principais motivos para as F&A (Brealey and Myers, 2003; Ross et *al.*, 2008).

O aumento de dimensão é descrito por Gaughan (1999) como um dos motivos fundamentais para as F&A. Segundo Weston and Weaver (2001) as vantagens da dimensão residem, por exemplo, ao nível da maior capacidade na aquisição de equipamentos de alta tecnologia.

¹⁰ Ver as questões 8 e 9 do inquérito por questionário no Anexo F e no Anexo G.

Contudo, o aumento de dimensão não é criador de valor absoluto, existindo muitas F&A ineficientes, fruto da simples pretensão dos gestores em obter uma dimensão superior, contrariando as expectativas de criação de valor para os accionistas, sendo este um problema subjacente à teoria da agência. Lane et *al.* (1998) consideram que a actuação dos gestores em algumas F&A, por exemplo, envolvendo empresas não relacionadas, pode seguir uma forma defensiva, para proteger os seus próprios interesses, em vez dos interesses dos accionistas.

Como consequência do aumento da dimensão com as F&A, o aumento do poder de mercado é crítico em alguns sectores para a transferência de valor. Segundo Matos e Rodrigues (2000), as fusões podem contribuir para a criação ou reforço do poder de mercado, pois estas operações conduzem a uma maior concentração do mercado que, por sua vez, diminui o número de concorrentes.

A entrada em novos mercados com vista à diversificação de negócio e risco foi um factor chave na vaga de F&A ocorrida na década de 1960 (Gaughan, 1999). A diversificação de negócio tem como vantagem a diminuição de risco, mas não implica directamente a criação de valor. Uma vasta literatura refere que a diversificação é geradora de destruição de valor (Servaes, 1996; Denis et *al.*, 1997), embora a criação de valor também seja citada como uma vantagem inerente à diversificação (Schipper and Thompson, 1983; Hubbard and Palia, 1999). Na opinião de Ross et *al.* (2008), a diversificação é uma má razão para as F&A. Também Brealey and Myers (2003) consideram que a diversificação é uma razão dúbia para as F&A.

Recentemente, num estudo sobre operações de fusão entre 1950 e 2002 envolvendo empresas norte-americanas cotadas, Akbulut and Matsusaka (forthcoming) concluíram que, conjuntamente (adquirente + alvo), as operações de diversificação criaram valor.

A melhoria nas fontes de financiamento (sinergia financeira) é outro factor a considerar. No caso de se pretender obter sinergia financeira, Leland (2007) defende que a grande correlação dos *cash flows* das empresas reduz os benefícios da fusão, pois a diversificação é menos pronunciada, podendo os benefícios serem ligeiramente negativos para correlações entre 0,8 e 1,0. Nesse sentido, o autor conclui ainda que a sinergia financeira tem implicações nas F&A, podendo ser positiva (favorecendo as fusões) ou negativa (favorecendo as cisões).

A sinergia financeira reduz o risco e, por sua vez, o respectivo custo de capital (Rappaport, 1986; Gaughan, 1999; Ross et al., 2008). O custo de capital depende, não só da estrutura de dívida da empresa, mas também do preço da dívida.

Nesse sentido, o aumento da capacidade negocial perante os diversos financiadores como consequência de uma F&A, permite também obter sinergia financeira (Neves, 1993). A capacidade negocial não permite criar valor somente com os financiadores, mas também com outros *stakeholders*. Para Weston and Weaver (2001), o aumento da dimensão cria a possibilidade de aumentar a capacidade negocial, ao nível da obtenção de descontos de quantidade e melhores condições em acordos entre empresas.

A melhoria na eficiência operativa é um benefício que advém das F&A em diversos sectores (Morck and Yeung, WP 1998; Gaughan, 1999; Copeland et al. 2000; Weston and Weaver, 2001; Walter, 2004), pois as empresas procuram maximizar lucros com a diminuição e racionalização dos custos das empresas envolvidas (Ross et al., 2008).

Este acréscimo de eficiência dá-se, sobretudo, pelo aproveitamento de economias de escala, de gama e de experiência (Matos e Rodrigues, 2000; Mata, 2009). Segundo Rappaport (1986), estes ganhos, em termos de produção, marketing, distribuição e I&D, são importantes, particularmente em fusões numa indústria similar ou relacionada.

Com as operações de F&A, surgem indubitavelmente problemas em termos de incompatibilidades na cultura organizacional entre as empresas envolvidas na operação. Um dos problemas organizacionais associados às F&A é a reorganização dos cargos de chefia que, como aponta Bruner (2004), tem como consequência o aumento substancial do rendimento dos gestores de topo, na sequência de uma F&A.

Para Astrachan (1990), estas operações aumentam a ansiedade que, por sua vez, influencia os sentimentos e comportamentos individuais e em grupo, especialmente as que têm como objectivo preservar uma das culturas e práticas organizacionais. O autor conclui ainda que a gestão do medo que normalmente ocorre com as separações de colaboradores é de importância crucial para o êxito de uma mudança em grande escala.

As F&A cuja obtenção de sinergia esteja baseada na combinação de factores de produção e operações de marketing similares, tendem a criar maior resistência dos trabalhadores à mudança, que as F&A focadas em obter benefícios complementares (Larsson and Finkelstein, 1999). Nahavandi and Malekzadeh (1988) consideram que o sucesso de uma fusão não envolve apenas análises financeiras e estratégicas, mas também o planeamento relativo à congruência das preferências entre as empresas.

A transferência de tecnologia é, segundo Ross et al. (2008), outra razão para as F&A. Este benefício para algumas F&A assume a forma de partilha de informação, tecnologia e know-how, sendo o ganho muito dependente do tipo de operação.

A estabilidade política e legal do país é um factor muitas vezes descurado, mas assume-se como relevante na tomada de decisão dos gestores. A estabilidade política tem em conta, por exemplo, os volte faces nas decisões estratégicas dos governos ao nível do investimento público. Em termos de estabilidade legal, a volatilidade das alterações na legislação, nomeadamente fiscal, é um factor importante para os investidores internacionais nas suas decisões de investimento (Ernst & Young, 2009a).

O facto de Portugal pertencer à UE também pode trazer vantagens às F&A transnacionais. Conforme afirmam Copeland et al. (2000), as F&A parecem beneficiar da proximidade geográfica, sobretudo porque sinergias, tais como consolidação de unidades de produção, integração de redes de distribuição e reorganização de zonas de vendas, são alcançadas mais facilmente com uma grande proximidade geográfica entre as empresas envolvidas nas F&A. Os autores concluem ainda que a Europa experienciou um aumento significativo da actividade de F&A devido à introdução do euro. Segundo Coeurdacier et al. (2009), o impacto do euro é muito significativo nas F&A no mesmo sector industrial. Para Hughes (1993), as fusões ou *joint-ventures* podem ser necessárias para alcançar a competitividade europeia num contexto global.

Hyun and Kim (2010) defendem que o tamanho do mercado e uma língua comum têm um efeito positivo nos fluxos de F&A, mas a distância entre a localização das empresas alvo e adquirente afecta negativamente as operações de F&A.

2.3 – Aspectos fiscais que influenciam as decisões de F&A

Os ganhos em termos fiscais são também apontados pela vasta literatura como um factor que pode ser determinante na intenção de partir para uma operação de F&A.

Segundo Reed and Lajoux (1999), *“There is no definitive checklist of tax issues that may arise in every acquisition. The specific tax considerations for a transaction depend upon the facts and circumstances of that particular deal”*.

Bastardo e Gomes (1989) defenderam em 1989 que uma das razões fundamentais para o surgimento de operações de F&A era a possibilidade de obtenção de benefícios fiscais. Kaplan (1989) também sugeriu que os impostos podem ser cruciais para o investimento em F&A. Na opinião do fiscalista Sanches (2010), não faz sentido, na

maior parte dos casos, que o investimento seja feito por razões puramente fiscais, mesmo sob o pretexto de ser a vantagem fiscal favorável ao investimento económico.

No entanto, Weston and Weaver (2001) referem que os estudos empíricos sobre os efeitos fiscais nas F&A consideram que estes factores têm uma magnitude de significância inferior a 10% do valor das operações. Para Hayn (1989), mesmo quando são significativos, não são a maior motivação para as operações de fusão.

Auerbach and Reishus (WP 1986) e Auerbach (1988a), autores de importantes trabalhos sobre as implicações fiscais nas F&A, desenvolveram um estudo envolvendo fusões nos EUA entre 1968 e 1983, onde concluíram que em cerca de um quinto da amostra envolvia fusões em que uma empresa tinha créditos ou prejuízos fiscais, e a outra empresa tinha lucros, tendo reduzido o custo fiscal com a combinação. Também concluíram que a magnitude dos ganhos ascendia a 10,5% da média do valor de mercado das empresas adquiridas, sendo superior a 10% em apenas um terço dos casos, ou o equivalente a 6,5% da amostra. Quando a magnitude era expressa como uma fracção do capital próprio, o ganho fiscal era similar ao prémio médio pago pela aquisição das acções da empresa alvo (Auerbach and Reishus, WP 1986).

Segundo Auerbach (1988a), existem diferentes formas pelas quais as empresas procuram possibilidades de diminuir a carga fiscal através de F&A, em que os benefícios podem advir ao nível das empresas ou dos accionistas. Mas, não só as poupanças podem condicionar as F&A, podendo também as perdas/limitações fiscais influenciar as decisões de F&A.

Os benefícios para os accionistas assumem duas perspectivas. Primeiro temos a poupança na tributação da mais-valia accionista, dependendo da contrapartida que os accionistas vendedores ou da empresa incorporada recebem, se é em acções, dinheiro ou uma combinação delas (Auerbach and Reishus, WP 1986). Nesta situação, para Ayers et

al. (2003), na existência de tributação das mais-valias pelos accionistas da empresa alvo, a adquirente é pressionada a oferecer um prémio pela empresa alvo superior.¹¹

Os estudos acima focam-se no caso norte-americano, embora seja diferente na Europa devido ao princípio na neutralidade fiscal que será explorado mais à frente.

A segunda perspectiva relaciona-se com os accionistas da empresa compradora ou incorporante, cuja tributação dos dividendos pode influenciar a decisão dos gestores nas suas opções de investimento (OCDE, 2007).¹²

Nas F&A transnacionais a tributação internacional (incluindo os preços de transferência e a dupla tributação) é um factor importante a considerar.

Os acordos e convenções de dupla tributação, em particular da OCDE, vieram eliminar a dupla tributação e reforçar a protecção accionista, embora esta não seja uma opinião consensual. Segundo um estudo de Becker and Fuest (2010), o foco tradicional no sistema de crédito de imposto nos acordos de dupla tributação e coordenação internacional em termos fiscais, tal como sucede na UE, podem estar equivocados, pois são baseados no pressuposto que a localização geográfica dos investimentos é importante para a produtividade, enquanto as estruturas corporativas da empresa-mãe, não. Nesse sentido, argumentam que as estruturas corporativas são cruciais para explorar sinergias, tal como de tecnologia, *know-how* administrativo e para a solucionar problemas de *corporate governance*. Blonigen and Davies (2004) não encontraram evidências que os tratados fiscais bilaterais tenham aumentado os fluxos de IDE nos EUA entre 1966 e 1992.

¹¹ Este prémio serve para compensar a antecipação da tributação que ocorre pela realização das mais-valias nas operações tributáveis, pois se os accionistas continuassem como detentores do capital sem qualquer transacção, não haveria lugar a tributação.

¹² As pessoas singulares residentes em Portugal, podem optar pela aplicação de uma taxa liberatória de 21,5% sobre a totalidade dos dividendos recebidos (Código do IRS, art. 71.º, n.º 1, al. c), ou pelo englobamento nos restantes rendimentos (Código do IRS, 71.º, n.º 6 e art. 22.º, n.º 3, al. b) em 50% do seu valor (Código do IRS, art. 40.º-A). Como forma de eliminar a dupla tributação económica, pode ser dispensado a retenção na fonte para efeitos de IRC (Código do IRC, art. 51.º), desde que cumpridos determinados requisitos (Código do IRC, art. 97.º, n.º 1, al. c).

Através de um estudo empírico, usando uma amostra de operações de F&A em 49 países, anunciadas na década de 1990 e concluídas até 2002, Rossi and Volpin (2004) evidenciam que uma melhor protecção dos interesses dos accionistas potencia mais operações de F&A, quer sejam nacionais ou transnacionais. Esta protecção corresponde ao conjunto de esforços desenvolvidos pelas empresas para salvaguardar e respeitar os direitos e reivindicações dos accionistas, além de protecções de ordem legal. Os autores ainda concluem que nas operações transnacionais, em média, as empresas adquirentes têm um maior nível de protecção dos interesses accionistas que as empresas alvo.

Na opinião de Shleifer and Vishny (1997) a protecção dos interesses dos accionistas é um elemento essencial do *corporate governance*.

Segundo Giovanni (2005), os fluxos de F&A transnacionais são conduzidas para fora de um determinado país na existência de uma taxa de tributação mais elevada nesse país, embora os acordos de dupla tributação possam fornecer um incentivo para a fixação desses fluxos. O trabalho de Norbäck et al. (2009) conclui que, quando é possível aplicar os preços de transferência (no período pós-fusão), as diferenças internacionais nos impostos sobre lucros constituem uma vantagem para as empresas estrangeiras, podendo provocar ineficientes aquisições estrangeiras de empresas nacionais, pois poderá advir benefícios para a empresa adquirente com a incidência de baixa tributação na empresa alvo.

Barrios et al. (2009), através de um estudo sobre empresas multinacionais em 33 países da Europa entre 1999 e 2003, constataram que a tributação internacional teve implicações na localização das estruturas das empresas multinacionais, tendendo as subsidiárias a ser localizadas em países com uma baixa tributação dos dividendos.

De acordo com Bruner (2004), uma das sinergias possíveis com as operações de F&A é a redução de impostos, através da poupança fiscal com o aumento das depreciações, ou através da transferência de prejuízos fiscais.

Antes da introdução do princípio da neutralidade fiscal na Europa, Bastardo e Gomes (1989) argumentaram que poderiam existir empresas que embora possuindo situações fiscais favoráveis, apresentavam elevados resultados transitados negativos, o que não lhes permitia utilizarem os benefícios fiscais, mas ao associarem-se com outro parceiro, poderiam ficar em situação de usufruto desses benefícios fiscais. Na opinião de Auerbach (1988a) a potencial transferência de créditos e prejuízos fiscais foi o motivo fiscal mais significativo para as F&A na década de 70 e 80 nos EUA.

Também para Ross et al. (2008), o uso de prejuízos fiscais pode ser um poderoso incentivo para algumas F&A. Os prejuízos fiscais, tal como os créditos fiscais não utilizados, permitem às empresas suavizar o imposto sobre o rendimento no período de tributação em que a operação é realizada e nos períodos subsequentes.

Em suma, a transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais é apontada como a vantagem fiscal mais significativa para as operações de F&A nos EUA e na Europa antes da introdução da neutralidade fiscal (Rappaport, 1986; Auerbach and Reishus, WP1986; Auerbach 1988a; Auerbach 1988b; Bastardo e Gomes, 1989; Hayn, 1989).

Esta situação é importante, na medida em que as taxas de IRC não são uniformes entre os países, havendo naturais interesses em diminuir a tributação das empresas com as F&A. Nesse sentido, Huizinga and Nicodème (2006) encontraram evidências empíricas a favor de um maior volume externo de F&A, quando os impostos internos são elevados, em comparação com os dos países de acolhimento do investimento. Também Barrios et al. (2009) sugerem que o imposto sobre o rendimento de origem é importante na moldagem da estrutura organizacional das empresas multinacionais.

Segundo Coeurdacier et *al.* (2009), as mudanças nas taxas de imposto sobre as empresas são uma eficiente ferramenta para atrair capital estrangeiro. Contudo, Nicodème (2009) refere que os efeitos da tributação sobre a localização empresarial e IDE são as principais fontes de distorções nas decisões económicas entre os EM da UE.

Um estudo desenvolvido por Devereux (2006) demonstra que as diferenças entre as taxas nominais de tributação do rendimento parecem desempenhar um papel importante na localização dos rendimentos tributáveis, embora não tenha encontrado evidências de que essas diferenças afectem a política financeira, a distribuição de dividendos e os preços de transferência.

Segundo um estudo desenvolvido por Hebous et *al.* (forthcoming), baseado nos fluxos de IDE da Alemanha no exterior, foram encontradas evidências de que um aumento na taxa nominal de imposto sobre o rendimento de 10% reduz em 3,6% a probabilidade de um país receber um investimento pela via de F&A.

O nível de tributação do rendimento empresarial em Portugal foi um factor pouco atractivo em 2009 no planeamento dos investimentos de um leque de empresas internacionais (Ernst & Young, 2009a), sendo esta uma variável fiscal crítica para o crescimento económico e produtividade dos países (OCDE, 2007; Johansson et *al.*, WP 2008; Vartia, WP 2008).

Em um estudo sobre competitividade internacional entre os EM da UE, a UNCTAD (2003) constatou que alguns países candidatos à UE (actualmente EM) estavam a diminuir as suas taxas de tributação sobre o rendimento. Considerando o período entre 2008 e 2010, apenas 3 países da UE aumentaram a sua taxa nominal de IRC, incluindo Portugal, sendo 7 os EM que a diminuíram (European Commission, 2010).

Portugal tem uma taxa nominal máxima elevada (25% - Código do IRC, art. 87.º), não sendo competitivo no seio da UE na atractividade de IDE neste aspecto. Segundo o

WEF (2010), a taxa de IRC em Portugal é apenas a 76ª mais competitiva em termos internacionais, entre 139 países.

No caso do Luxemburgo, até ao exercício económico de 2010, as *holdings* estiveram isentas do pagamento de imposto sobre o rendimento, pagando apenas um imposto de instalação de 1% sobre o valor dos bens líquidos e um imposto de subscrição anual de 0,2% sobre o valor das acções e obrigações emitidas (PwC, 2009; PwC, 2010). Considerando outros países do continente europeu, como por exemplo a Suíça, a Bulgária e a Irlanda, a taxa nominal máxima de imposto sobre o rendimento em 2009 era de 8,5%, 10,0% e 12,5% respectivamente (Elschner and Vanborren, 2009).

Segundo dados de 2007, apesar da Irlanda possuir uma taxa nominal de 12,5%, a taxa efectiva rondou os 15%. Nos restantes países da UE a taxa efectiva foi em 2007 sempre igual ou inferior à taxa nominal, onde se inclui Portugal com uma taxa efectiva próxima dos 24% (Elschner and Vanborren, 2009).

Segundo a OCDE (2010), para os países membros da OCDE reequilibrarem as suas finanças públicas sem comprometer o crescimento, devem efectuar uma reforma no sistema fiscal, alterando parte da carga fiscal do rendimento para o consumo e para a propriedade residencial, ao mesmo tempo que alargam a base tributável.

Monti (2010), em um relatório a pedido do Presidente da Comissão Europeia, argumenta que a coordenação Europeia das políticas fiscais pode ser uma importante componente da estratégia de consolidação fiscal na UE, sendo que uma das vantagens é a limitação da fragmentação da regulação fiscal que distorce a concorrência e aumenta os custos de cumprimento para as empresas entre os diversos EM da UE.

Tal como descrito anteriormente, a sinergia financeira pode diminuir o custo de capital. Nesse sentido, os impostos podem influenciar as decisões de financiamento das empresas (Fama and French, 1998; Scholes et al., 2009). MacKie-Mason (1990), em

referência aos EUA, considera que uma alteração na taxa marginal de imposto de qualquer empresa deve afectar as escolhas de financiamento.

Ross et al. (2008) afirmam que é possível obter uma vantagem fiscal com a capacidade de endividamento não utilizada, sendo também possível aumentar a capacidade de endividamento conjunta com a combinação de empresas.

As empresas procuram benefícios, subsídios e incentivos fiscais quando decidem os seus investimentos, sendo importantes na atractividade de algumas actividades, tal como as empresas que apostam na inovação (Ernst & Young, 2009a; 2009b). Auerbach (1988b) defendeu que a existência de benefícios fiscais é condição necessária para que os factores fiscais influenciem as operações de F&A.

Segundo Lopes (2001), o Estado deve estimular as empresas com subsídios fiscais ou com subsídios financeiros, sendo os subsídios financeiros preferíveis aos fiscais, que embora sejam de administração mais complicada, são mais transparentes, mais selectivos e ajustam-se mais directamente aos objectivos. Por outro lado, Amaral (2003) defende que os incentivos fiscais são mais líquidos de ineficiência, porque são dados *a posteriori* àqueles que têm lucro e, assim, têm um prémio sobre os resultados. Sanches (2010) considera que a atribuição de benefícios fiscais pode ser um instrumento essencial para estimular as exportações ou conseguir a instalação de indústrias com elevada tecnologia.

Através de um estudo, a A.T. Kearney (2010) refere que para 2011, os incentivos, tais como subsídios e isenções fiscais disponibilizados pelos governos, não são motivadores para a captação de IDE no actual clima económico.

O sistema de retenção na fonte é outro aspecto importante do SFP, estando associado a um efeito anestesia fiscal, que pretende encurtar a distância entre o momento do pagamento do imposto e o momento em que o rendimento que lhe dá origem é

realizado. Esta antecipação assume muita relevância ao nível do IRC, através do pagamento por conta (Código do IRC, art. 105.º), do pagamento adicional por conta (Código do IRC, art. 105.º-A) e do pagamento especial por conta (Código do IRC, art. 106.º) que as empresas têm de efectuar em prol de um adiantamento por imposto sobre lucros tributáveis futuros.

Ao nível do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS), o objectivo da retenção na fonte assume o mesmo cariz. Em um dos seus estudos, Vartia (WP 2008) defende que a taxa do escalão mais elevado de IRS afecta negativamente a produtividade e o investimento em alguns sectores industriais.

A este imposto acresce as contribuições para a Segurança Social que introduzem maiores encargos sobre as empresas, apesar da sua incidência legal em Portugal ser repartida entre a empresa e o trabalhador. O seu custo, variável entre países, é um factor que afecta o crescimento económico, a produtividade e a captação de investimento (Ernst & Young, 2009b; Vartia, WP 2008; OCDE, 2007).

Tendo Portugal necessidade de apostar no sector transaccionável para ser competitivo no futuro, tal como alerta Bento (2010), este é um de vários factores já citados que não é incentivador para os investidores internacionais.

No sector industrial e de transportes, os combustíveis consomem uma proporção significativa dos orçamentos das empresas, a que acresce a incidência de impostos especiais. A OCDE (2007) considera que os impostos associados à energia, nomeadamente o imposto sobre os combustíveis, estão cada vez mais no centro das atenções dos investidores e decisores políticos. É também um tributo que pode ser decisivo para as empresas que operam no limiar das fronteiras entre países.

Para Sanches (2010), se os impostos sobre os combustíveis fossem flexíveis, permitiriam, por exemplo, impulsionar o investimento e inovação nas energias renováveis.

Nas F&A também assume relevância o nível do imposto sobre a despesa, que no caso português é assegurado pelo Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA). Em Portugal, o nível das diversas taxas de IVA foi o segundo factor menos atractivo para os investidores internacionais em 2009, de acordo com um estudo da Ernst & Young (2009a). No estudo para 2010, este factor foi considerado a maior fraqueza de Portugal, de entre 23 variáveis (Ernst & Young, 2010a).

Correia (WP 2005) considera que a carga fiscal seria mais uniformemente distribuída com um código fiscal mais simples e eficiente, com uma *flat tax* sobre o consumo, tal como defendem Ramos et al. (2009).

A harmonização do IVA na UE veio limitar a iniciativa legislativa, embora crie grande competitividade entre os EM ao nível das taxas, sendo alguns sectores críticos a este imposto, tal como ocorreu recentemente com o comércio electrónico (Ramos et al., 2009).

Os estudos da Ernst & Young (2009a; 2010a) demonstram ainda que a dificuldade em dialogar com a Administração fiscal é outro factor que não é de todo atractivo para as empresas quando pretendem investir em Portugal.

Acresce o nível de burocracia do SFP e a complexidade de cumprimento das obrigações fiscais. Estes factores têm sido alvo de diversos estudos que pretendem a sua mensuração, sendo considerados como pontos fracos no investimento em Portugal (Ernst & Young, 2009a; 2010a).¹³ De acordo com Lopes (2006), a complexidade

¹³ Actualmente em Portugal, uma PME, sujeito passivo de IRC e dele não isento, enquadrada no regime trimestral de IVA, pode encontrar-se sujeita a 22 datas diferentes para pagamento dos impostos: 12 retenções de imposto sobre o rendimento; 4 entregas de IVA; 3 pagamentos por conta de imposto sobre o rendimento; 2 pagamentos especiais por

legislativa aumentou durante as reformas do SFP, pois o volume de legislação fiscal e a extensão da incerteza também aumentaram.

Ainda segundo um estudo desenvolvido por Lopes (2008), os custos de cumprimento médios em Portugal são de 2,5% do volume de negócios, podendo ascender a 5,3% nas PME.¹⁴ A autora também analisou vários estudos internacionais que concluem que as empresas com menor custo de cumprimento são as do Reino Unido (2,2%), estando em sentido contrário as empresas Australianas (22,9%) (Lopes, 2007; 2010).¹⁵

Segundo o WEF (2010), o nível de burocracia em Portugal é o factor mais problemático para os negócios no país. Frasquilho (2007) defende que Portugal encontra-se mal posicionado ao nível da fiscalidade como factor de competitividade, devido à elevada carga fiscal suportada pela economia nacional e pela reconhecida grande complexidade do SFP.

A diminuição da complexidade do SFP também exige a estabilidade do sistema fiscal, que é fundamental no planeamento dos investimentos, pois os investidores procuram segurança, previsibilidade, consistência e rapidez na aplicação das regras fiscais, sendo que em muitos casos estas condições são tão importantes como a taxa efectiva de imposto (OCDE, 2007). Ramos et al. (2009) defendem que o sistema fiscal deve ser estável por períodos de 3 a 5 anos, evitando, assim, os ciclos eleitorais.

conta e 1 entrega final do imposto. Acresce outras obrigações declarativas, tal como a declaração anual de rendimentos (Modelo-22), a IES, o relatório único, a declaração de rendimentos e de retenções (Modelo 10) e outras. Para as grandes empresas, este número de datas e procedimentos é superior. Em termos financeiros é adequado que o pagamento dos impostos seja fraccionado, mas no caso dos pagamentos por conta, podiam, por exemplo, ser flexibilizados e harmonizados com as datas do IVA, elaborando pagamentos por conta menores e mais frequentes.

¹⁴ Os custos de cumprimento compreendem os custos internos, nomeadamente o tempo gasto internamente no cumprimento das tarefas fiscais e valorado segundo a taxa de remuneração de cada colaborador, e os custos externos que é medido pelo valor dos honorários pagos quando a empresa recorre a ajuda de especialistas. Os custos de cumprimento são regressivos e há ainda que incluir, além do custo de “tempo” e dos custos monetários directos, os custos psicológicos.

¹⁵ Nestes estudos é considerado o custo de cumprimento do imposto sobre o rendimento das empresas em percentagem das receitas fiscais.

Em linha com a burocracia, complexidade de cumprimento e estabilidade do sistema fiscal, temos a qualidade do sistema judicial (tributário) que desincentiva o investimento e, consequentemente, a competitividade nacional. Este factor foi considerado em 2009 por investidores internacionais, de entre um leque de 23 factores, como o menos atractivo no investimento em Portugal (Ernst & Young, 2009a).

2.4 – Regime fiscal aplicável às fusões de sociedades em Portugal

Quando não é adoptado o regime especial, as operações são abrangidas pelo regime geral, onde concorrem para a determinação do lucro tributável as mais-valias e outros resultados apurados na operação de transferência dos elementos patrimoniais activos e passivos para a sociedade beneficiária.¹⁶ Existe ainda a impossibilidade de comunicação de prejuízos fiscais à sociedade beneficiária. São também passíveis de tributação as mais-valias realizadas pelos sócios das sociedades fundidas na troca de participações sociais.

Tendo as fusões implicações directas em vários tributos, a solução encontrada por diversos sistemas fiscais para que não houvesse um claro desincentivo de todas as partes à sua realização foi a implementação de neutralidade fiscal nas operações de fusão de sociedades, sob orientação da Directiva 90/434/CEE do Conselho, de 23 de Julho.¹⁷

O regime fiscal aplicável às fusões vai de encontro ao interesse extrafiscal que a reorganização e o fortalecimento do tecido empresarial exigem. Estas operações não devem ser dificultadas, mas antes incentivadas, sem que seja criado entraves à sua efectivação, desde que garantida a racionalidade económica das operações (Código do

¹⁶ As mais-valias apuradas são consideradas como rendimentos (Código do IRC, art. 20.º), concorrendo para a determinação do lucro tributável (Código do IRC, art. 17.º, n.º 1). As transferências de elementos patrimoniais para a sociedade beneficiária poderão estar sujeitas a IVA e IMT.

¹⁷ A Directiva 90/434/CEE do Conselho, de 23 de Julho foi alterada pela Directiva 2005/19/CE do Conselho, de 17 de Fevereiro, sendo recompilada pela Directiva 2009/133/CE do Conselho, de 19 de Outubro.

IRC, art. 73.º, n.º 10). Os objectivos latentes e orientadores para este objectivo são: a neutralidade fiscal, o princípio da continuidade e a transmissibilidade de prejuízos fiscais.¹⁸

2.4.1 – Princípio da neutralidade fiscal

Subjacente ao sistema fiscal deverá estar o conceito de eficiência económica, o que Pereira (2004) considera implicar a neutralidade do imposto, ou seja, os impostos não devem influenciar as escolhas dos agentes económicos. Segundo Franco (1996), os impostos não devem interferir nem perturbar a melhor afectação dos recursos da economia, tal como seria feito pelo normal funcionamento do mercado.

Lobo (2006) defende que a neutralidade fiscal é essencial nas fusões para assegurar a neutralidade económica das mesmas.

O regime de neutralidade fiscal, doravante RNF, tem como propósito, no caso concreto das fusões, que nem o Estado cobre o imposto, nem as partes obtenham a vantagem económica que pretendiam (Sanches, 2008). Segundo Cunha (2005), o RNF procura o diferimento da tributação dos rendimentos, dos lucros e das mais-valias resultantes de fusões de empresas. Na opinião de Lobo (2006), o mecanismo de neutralidade fiscal das fusões é estrutural ao sistema fiscal, uma vez que adopta uma perspectiva de continuidade.

Contudo, Pereira (2010) alerta que não se pode concluir *a priori* que o RNF é sempre mais favorável que o regime geral.

O RNF é fundamental porque, segundo Sanches (2008), a análise das consequências fiscais das operações de fusão e das possíveis vantagens e desvantagens que dela podem

¹⁸ Apenas será descrito alguns pontos importantes do actual regime fiscal das fusões de sociedades, pois não é do âmbito deste estudo analisar em detalhe e de forma exaustiva o actual regime. Esta matéria pode ter um alcance tão vasto que constituiria em si mesma uma dissertação. Em relação às aquisições de empresas, foi explorado o Regime Especial de Tributação dos Grupos de Sociedades mas, por limitação de espaço, decidiu-se não incluir no estudo.

resultar, está sempre presente. Esta presença não é o principal motivo para as fusões, embora seja um dos factores a considerar.

Para Franco (1996), o sistema fiscal nunca é 100% neutro. No caso das fusões, no meu entendimento, isto também surge, porque o regime fiscal aplicável às fusões não tem uma base de aplicação ampla a todas as operações, existindo tratamento fiscal diferente, mesmo quando existe justificação económica para a sua realização.

Com efeito, têm sido excluídas do âmbito de aplicação deste regime, entre outras, as seguintes operações consideradas atípicas:

- (i) fusão inversa, ocorrendo quando uma sociedade detém uma participação no capital de outra sociedade e esta última incorpora a primeira;
- (ii) fusão com sócios comuns às sociedades intervenientes sem aumento de capital;
- (iii) liquidação por transmissão global do património.

Segundo a primeira exclusão, a fusão inversa (*downstream merger* ou *reverse merger*) é considerada pela Administração fiscal como enquadrada no regime geral, mas a fusão em sentido normal (*upstream merger*) cai no âmbito do RNF.¹⁹ Sanches (2008) discorda da exclusão das fusões inversas, considerando que o RNF deve ser aplicado a este tipo de fusões. Conclui ainda que existe “má-fé processual” da Administração fiscal na recusa de neutralidade fiscal das fusões inversas.

Numa incursão de Pereira (2010) sobre a transposição da Directiva das fusões de sociedades para a legislação nacional e espanhola, o autor conclui que a Directiva não constitui qualquer obstáculo à admissibilidade da fusão inversa ao RNF, devendo ser aplicado o regime se existir razões económicas válidas para a realização da operação.

¹⁹ Para analisar a posição da Administração fiscal sobre as fusões inversas, ver Despacho n.º 1204/2004–XV do SEAF, de 19 de Maio (informação vinculativa da DGCI).

Relativamente à segunda exclusão, o RNF apenas será aplicável se a sociedade incorporante proceder a um aumento do correspondente capital social e à consequente atribuição de novas partes de capital social ao(s) sócio(s) da sociedade incorporada.

Segundo Carvalho (2010), existem três casos em que o aumento de capital social e a correspondente atribuição de partes de capital são dispensados. Quando a sociedade incorporante detenha participações na sociedade incorporada, na medida dessas partes de capital (CSC, art. 104, n.º 3). No caso da sociedade incorporada deter acções ou quotas próprias, na medida dessas partes de capital (CSC, art. 104.º, n.º 3). E quando a sociedade incorporante detenha mais de 90% ou a totalidade das partes de capital da sociedade incorporada (CSC, art. 116.º, n.º 2 e art. 117.º-I, n.º 2).²⁰

Com a publicação do Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, passa a permitir-se a utilização dos procedimentos de “fusão simplificada” para as fusões por incorporação detidas a 90% por outras. O Decreto-Lei, enquadrado no plano “SIMPLEX”, também aprovou modelos de projectos de fusão para submissão através da internet pelas Administrações das sociedades envolvidas, pretendendo diminuir custos de contexto.²¹

Ainda sobre o mesmo assunto, Carvalho (2010) considera que o aumento de capital social da sociedade incorporante poderá relevar-se menos eficiente, caso esta já se encontre numa situação de perda de metade do capital (CSC, art. 35.º, n.º 2), quando comparada com outras opções de reforço dos capitais próprios.

A terceira exclusão de aplicação do RNF acontece quando existe uma liquidação da sociedade por transmissão global do património a algum ou alguns sócios da sociedade dissolvida (CSC, art. 148.º).

²⁰ Para analisar a posição da Administração fiscal sobre esta última situação, ver Despacho n.º 36/2005-XVI do SEAF, de 13 de Janeiro e Despacho n.º 37/2005-XVI do SEAF, de 13 de Janeiro (informação vinculativa da DGCI).

²¹ Ver ainda os seguintes diplomas: Portaria n.º 1254/2009, de 14 de Outubro; Portaria n.º 1255/2009, de 14 de Outubro; e Portaria n.º 1256/2009, de 14 de Outubro.

Em termos de requisitos e condições de aplicação do RNF, encontram-se consagrados no art. 73.º e art. 74.º do Código do IRC.

Relativamente às fusões transfronteiriças, a UE publicou a Directiva n.º 2005/56/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Outubro, cujo objectivo é facilitar este tipo de operações entre EM (subjacente ao CSC, art. n.º 117.º-A a L).²²

2.4.2 – Formalidades legais: breve análise e descrição

No período de pré-fusão podem ser identificadas duas fases distintas (Bilau, 1994). A primeira comporta uma vertente estratégica, o diagnóstico da empresa alvo e a negociação da operação, não existindo trâmites legais a seguir por parte das empresas envolvidas. Na segunda fase, dá-se a decisão de fusão e fecho do negócio, com implicações legais diversas. É precisamente a partir do intermédio destas duas fases, incluindo o processo de *due diligence*, que este estudo se centra, embora também se considere o período pós-fusão.

Na segunda fase, o formalismo legal mais relevantes associa-se ao projecto de fusão que deve ser elaborado pelas empresas envolvidas, mediante o cumprimento de diversos requisitos (CSC, art. 98.º).

O projecto de fusão deve ser examinado pelos órgãos de fiscalização das empresas envolvidas e por um revisor oficial de contas nomeado e independente dos conselhos de administração (CSC, art. 99.º, n.º 2). Após o processo de fiscalização, devem as empresas registar o projecto de fusão na Conservatória do Registo Comercial e ser

²² Também é relevante neste contexto a Directiva 2007/63/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Novembro, que veio alterar a Directiva 78/855/CEE e a Directiva 82/891/CEE, ao nível das exigências de um relatório de peritos independentes aquando da fusão de sociedades. Este normativo comunitário foi transposto para o nacional através da Lei n.º 19/2009, de 12 de Maio. Posteriormente, a Directiva 2009/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro, veio produzir alterações às Directivas atrás referidas.

Com o objectivo de eliminar a duplicação de custos com a elaboração do projecto de fusão, a Directiva 2005/56/CE já tinha permitido a elaboração de um projecto de fusão conjunto nas fusões transfronteiriças, embora a Directiva 2007/63/CE permita a sua dispensa.

submetido à deliberação dos sócios de cada uma das sociedades (CSC, art. 100.º, n.º 1 e 2). Neste momento, e em simultâneo, através das simplificações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, além do registo do projecto de fusão, ocorre a publicação pelos serviços de registo do aviso aos credores e da convocatória da assembleia-geral das sociedades, quando aplicável (CSC, art. 100.º, n.º 4 e 5).

O projecto de fusão e toda a documentação anexa deve poder ser consultado pelos sócios, credores e representantes dos trabalhadores (CSC, art. 101.º), podendo haver oposição por parte dos credores (CSC, art. 101.º-A a D). Após deliberação dos sócios, e sem oposição em contrário, as Administrações das empresas envolvidas poderão proceder ao imediato registo da fusão (CSC, art. 103.º e 111.º), extinguindo-se as sociedades incorporantes ou fundidas (CSC, art. 112.º).

As obrigações declarativas são relevantes, sendo determinante a data de produção de efeitos fiscais. Essa data é a que consta no projecto de fusão [Código do IRC, art. 74.º, n.º 7; CSC, art. 98.º, n.º 1, al. i)], sendo de assinalar que na data de fusão ocorre a cessação da actividade das sociedades fundidas (Código do IRC, art. 8.º, n.º 5, al. a). Caso a data constante no projecto de fusão seja anterior à do registo, entendo que a sociedade incorporante ou nova deve adoptar um sistema de contabilidade duplo, de forma a repercutir nas suas contas, desde esse momento, as operações das empresas incorporadas ou fundidas, podendo neste período haver algumas vantagens fiscais. Isto ocorre porque, desde o momento de registo do projecto de fusão, onde é indicada a data, até à convocação de assembleia geral para a sua aprovação, decorre pelo menos um mês (CSC, art.100.º, n.º 2). Contudo, toda esta possível vantagem fiscal “morre”, caso a fusão não seja registada até ao último dia do período de tributação em causa.

As sociedades incorporadas ou fundidas deverão apresentar a declaração periódica de rendimentos, ainda que eventualmente a zeros, até ao 30º dia seguinte a contar da data

de cessação da actividade (Código do IRC, art. 120.º, n.º 3). Quando da fusão surge uma nova sociedade, é obrigatório a entrega da declaração de início de actividade no prazo de 90 dias a contar da data de registo da fusão (Código do IRC, art. art. 118.º, n.º 1).

2.4.3 – Tributação do rendimento

Com a fusão, a nova sociedade ou a sociedade incorporante recebe um conjunto de elementos patrimoniais passivos e activos das sociedades fundidas ou incorporadas. Aplicando-se o RNF, não concorre para a determinação do lucro tributável qualquer resultado da transferência dos elementos patrimoniais em consequência da fusão (Código do IRC, art. 74.º, n.º 1), desde que estes sejam mantidos para efeitos fiscais pelos mesmos valores que tinham nas sociedades fundidas (Código do IRC, art. 74.º, n.º 3). Assim, segundo o n.º 4 do art. 74.º do Código do IRC, na determinação do lucro tributável deve ter-se em conta o seguinte:

“a) O apuramento dos resultados respeitantes aos elementos patrimoniais transferidos é feito como se não tivesse havido fusão, cisão ou entrada de activos”.

Outro aspecto fundamental para garantir o RNF, e que é apontado pela vasta literatura como um dos factores determinantes das F&A, é a transferência de prejuízos fiscais, consagrada no art. n.º 1 do 75.º do Código do IRC:

“Os prejuízos fiscais das sociedades fundidas podem ser deduzidos dos lucros tributáveis da nova sociedade ou da sociedade incorporante ... desde que seja concedida autorização pelo Ministro das Finanças”.

Para Lobo (2006), o transporte de prejuízos corporiza a tentativa do direito fiscal no sentido de alcançar a máximo de neutralidade possível na tributação intertemporal de uma determinada exploração.

A autorização do Ministro das Finanças referida acima irá fixar, entre outros (Código do IRC, art. 75.º, n.º 4):

“Um plano específico de dedução dos prejuízos fiscais e estabelecer o escalonamento da dedução durante o período em que pode ser efectuada e os limites que não podem ser excedidos em cada período de tributação.”²³

Contudo, a autorização está subordinada à demonstração de que a fusão é realizada por razões económicas válidas, onde o projecto de fusão tem um papel determinante (Código do IRC, art. 75.º, n.º 2):

“A concessão da autorização está subordinada à demonstração de que a fusão é realizada por razões económicas válidas, tais como a reestruturação ou racionalização das actividades das sociedades intervenientes, e se insere numa estratégia de redimensionamento e desenvolvimento empresarial de médio ou longo prazo, com efeitos positivos na estrutura produtiva.”

Na opinião de Lobo (2003), esta autorização não constitui qualquer acesso a um benefício fiscal, ao invés, constitui-se como uma norma anti-abuso.²⁴ No entanto, Pereira (2009) defende que esta disposição tem a natureza de benefício fiscal, dado que constitui uma derrogação ao regime geral constante do art. 52.º do Código do IRC.

Salvo situação de carácter excepcional, a dedução de prejuízos fiscais em Portugal tem a duração máxima de 4 exercícios económicos (Código do IRC, art. 52º, n.º 1).

A limitação temporal na dedução de prejuízos fiscais também ocorre na Grécia e Turquia, por 5 anos (KPMG, 2010g; Yetkin, 2010), na Eslováquia e Suíça, por 7 anos (KPMG, 2010h; KPMG, 2010e), ou na Espanha, por 15 anos (KPMG, 2010f).²⁵

A Holanda tem um sistema misto que permite o reporte de prejuízos fiscais para a frente em 9 anos e para trás em 1 ano (KPMG, 2010c). Também a Alemanha, Irlanda e Reino Unido permitem o reporte para trás em 1 ano, sendo a França o único país da UE que permite um reporte para trás em 3 anos (European Commission, 2010).

²³ Para mais informações sobre o plano específico de deduções, ver Processo n.º 534/2002 – com despacho concordante do SEAF, em 14 de Março (informação vinculativa da DGCI).

²⁴ Para os limites de dedução dos prejuízos fiscais no regime fiscal das fusões, ver a Circular n.º 7/2005, de 16 de Maio e o Despacho n.º 79/2005-XVII, de 15 de Abril.

²⁵ A comparação com outros países é efectuada em termos gerais, não se particularizando para o caso das F&A.

Em diversos países os prejuízos fiscais podem transitar por tempo indeterminado, tal como na Bélgica, Dinamarca, Hungria, Noruega e Eslovénia, (KPMG, 2010b; KPMG, 2010i; KPMG, 2010j; KPMG, 2010k; KPMG, 2010l).

Contudo, alguns países citados acima colocam severas restrições ou não permitem a transmissibilidade de prejuízos fiscais, como consequência de uma operação de F&A, entre eles a Bélgica, a Grécia, a Dinamarca e a Irlanda (KPMG, 2010b; KPMG, 2010g; KPMG, 2010i; KPMG, 2010m).

As operações de fusão também têm implicações para os sócios das sociedades fundidas. Quando os sócios recebem as novas partes de capital não há apuramento de ganhos ou perdas para efeitos fiscais, desde que sejam valorizadas pelo valor das antigas (Código do IRC, art. 76.º, n.º 1 e 77.º, n.º 1). Para tal, existem obrigações acessórias a cumprir (Código do IRC, art. 78.º, n.º 3 a 6). Este é também o entendimento do n.º 1 do art. 8.º da Directiva 2009/133/CE do Conselho, de 19 de Outubro, ao nível das operações de fusão entre sociedades de EM diferentes.

Não obstante o descrito, poderá haver tributação pelas quantias recebidas em dinheiro (Código do IRC, art. 76.º, n.º 2).

2.4.4 – Benefícios fiscais à reestruturação empresarial e outros impostos

Para Pinto (1994), frequentemente os benefícios fiscais são também designados por incentivos fiscais. No entanto, Pereira (2009) defende que não se deve confundir benefícios com incentivos fiscais pois, enquanto que os segundos pretendem motivar os sujeitos económicos no sentido da adopção de um determinado comportamento, actuando *ex ante*, os benefícios fiscais actuam *ex post*, constituindo uma vantagem (ou desagravamento) fiscal em favor de uma entidade, actividade ou situação.

No caso particular dos benefícios fiscais associados à reorganização de empresas em resultado de concentração empresarial, o Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF) consagrou no art. 60.º alguns benefícios que constituem uma vantagem fiscal para as empresas, ao mesmo tempo que aprofunda o grau de neutralidade fiscal das operações de fusão.

Como resultado da fusão de empresas, ocorre a transferência de activos e passivos, entre os quais imóveis, nos quais incide IMT (Código do IMT, art. 2.º, n.º 5, al. g). Com vista a aprofundar o RNF, o legislador contemplou no EBF um regime de isenção do IMT (EBF, art. 60.º, n.º 1, al. a). Rodríguez (2005) considera como lacuna o facto de não estar tipificado este tipo de benefício fiscal no texto inicial da Directiva 90/434/CEE.

As operações de fusão implicam igualmente a realização de diversos actos notariais sujeitos a IS, bem como ao pagamento de diversos emolumentos e outros encargos legais que se mostrem devidos pela prática dos actos de concentração empresarial. Também aqui o EBF isenta as empresas de tais custos (EBF, art. 60.º, n.º 1, al. b) e c).

Os benefícios fiscais descritos aplicam-se sob condição de serem solicitados ao Ministro das Finanças, podendo o requerimento ser enviado por via electrónica no momento do pedido do registo comercial do projecto de fusão (EBF, art. 60.º, n.º 11).

De referir ainda que, quando falamos da transferência de activos e passivos entre as entidades, podemos estar perante situações de transmissões de bens sujeitas a IVA. Contudo, este tipo de operações beneficia da não incidência consagrada no n.º 4 do art. 3.º do Código do IVA, independentemente da fusão ser ou não incluída no RNF, embora o artigo não se aplique quando o adquirente seja um sujeito passivo isento de

IVA e quando esteja abrangido pelo regime dos pequenos retalhistas, sendo também limitado aos sujeitos passivos mistos.²⁶

Existe ainda o problema associado ao possível aumento do valor patrimonial tributável dos imóveis pertencentes às sociedades incorporadas ou fundidas, cujo aumento poderá ditar maiores encargos ao nível do imposto municipal sobre imóveis - IMI (Código do IMT, art. 12.º, n.º 4, al. 13ª). Esta situação ocorre sempre que se verifique uma primeira transmissão dos prédios urbanos após a entrada em vigor do Código do IMI, desde que ainda não tenham sido sujeitos a avaliação desde essa data (Decreto-Lei n.º 287/2003, de 12 de Novembro, art. 15.º, n.º 1).

2.5 – Impacto da harmonização contabilística na fiscalidade das F&A

O Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de Setembro, obrigou que as contas dos grupos de sociedades, cujos títulos sejam negociados em mercados europeus, sejam apresentadas de acordo com as IAS/IFRS a partir de 1 de Janeiro de 2005. Em Portugal, aqui ao nível de todas as empresas, entrou em vigor a 1 de Janeiro de 2010 o SNC, levando à introdução de algumas mudanças importantes no tratamento contabilístico e fiscal das concentrações empresariais (F&A) em Portugal. Todas as operações abrangidas anteriormente pela Directriz Contabilística n.º 1 passaram a ser contabilizadas pelo método da compra (NCRF 14), ou seja, os activos e passivos adquiridos passaram a ser mensurados pelo seu justo valor à data da F&A.²⁷

Com o SNC ocorreram mudanças no normativo fiscal nacional no caso das fusões, pois o Código do IRC até 2009 apelava à utilização do método da comunhão de

²⁶ Ver Ofício n.º 134850 do SIVA de 89.11.21.

²⁷ NCRF 14 - § 18: “*A adquirente deve mensurar o custo de uma concentração de actividades empresariais como o agregado: (a) dos justos valores, ...*”.

interesses para a aplicação do RNF, contrariando o disposto no Regulamento (CE) n.º 1606/2002.²⁸ Contudo, actualmente o art. 74.º do Código do IRC determina, apenas para efeitos fiscais, que a sociedade beneficiária mantenha os elementos patrimoniais transferidos pelos mesmos valores que tinham, antes da operação, nas sociedades de origem, deixando de fazer referência ao modo como devem ser registados na contabilidade.²⁹

Segundo Scholes et al. (2009), um dos problemas fiscais associados às F&A frequentemente mencionados nas publicações financeiras é o tratamento fiscal do *goodwill*.³⁰ Com as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de Julho, o *goodwill* deixou de ser amortizado contabilisticamente para todas as empresas nacionais, sendo contabilizado no activo e sujeito a testes de imparidade anualmente, adaptando-se assim toda a contabilidade nacional ao texto subjacente à IFRS 3.³¹

Também em termos fiscais o *goodwill* não é amortizável e, como tal, não é aceite como custo na determinação do lucro tributável.³² Para Norbäck et al. (2009), questões técnicas nos códigos fiscais, tais como o tratamento do *goodwill*, podem ter importantes efeitos nas aquisições transfronteiriças, eficiência produtiva e receitas fiscais.

²⁸ Segundo o n.º 3 do art. 68.º do Código do IRC (antes da revisão introduzida pelo Decreto-Lei n.º 159/2009, de 13 de Julho): “A aplicação do regime especial está ainda subordinada à observância, pela sociedade beneficiária, das seguintes condições: (a) Os elementos patrimoniais objecto de transferência sejam inscritos na respectiva contabilidade com os mesmos valores que tinham na contabilidade das sociedades fundidas, cindidas ou da sociedade contribuidora.”.

Com o Decreto-Lei n.º 159/2009, de 13 de Julho, ocorreu uma renumeração do Código do IRC, passando este assunto a ser tratado no n.º 3 do art. 74.º (aplicável aos períodos de tributação que se iniciem em, ou após 01-01-2010).

²⁹ Segundo o actual n.º 3 do art. 74.º do Código do IRC: “A aplicação do regime especial determina que a sociedade beneficiária mantenha, para efeitos fiscais, os elementos patrimoniais objecto de transferência pelos mesmos valores que tinham nas sociedades fundidas, cindidas ou na sociedade contribuidora antes da realização das operações, considerando-se que tais valores são os que resultam da aplicação das disposições deste Código ou de reavaliações efectuadas ao abrigo de legislação de carácter fiscal.”.

³⁰ Para definição do *goodwill*, ver a NCRF 14 § 23.

³¹ Anteriormente a norma IAS 22 permitia a amortização do *goodwill*. Com a publicação do Regulamento (CE) n.º 2236/2004 da Comissão, de 29 de Dezembro, a IAS 22 foi revogada pela IFRS 3, que instituiu a obrigatoriedade do reconhecimento do *goodwill* como um activo e subsequente teste de imparidade, em vez de amortização.

³² Embora a legislação fiscal portuguesa não consagre a possibilidade de amortização fiscal do *goodwill*, em casos excepcionais e mediante solicitação do sujeito passivo, pode a Administração fiscal permitir a sua aceitação como perda por imparidade se houver lugar a desvalorização excepcional (Código do IRC, art. 35.º).

Esta limitação do normativo nacional ganha maior importância devido ao tratamento divergente dado ao *goodwill* em diversos países da UE, tal como em Espanha. Em termos contabilísticos não existem diferenças (González et al., 2008):³³

*“La Ley 16/2007, en vigor desde el 1 de enero de 2008, incorpora un nuevo tratamiento contable para el fondo de comercio. Así, el articulado del CCom se modifica para establecer que el fondo de comercio no será objeto de amortización.”*³⁴

Contudo, para efeitos fiscais, a Administração fiscal espanhola adoptou uma postura diferente (González et al., 2008):

“En virtud de la Ley 16/2007, ... será deducible el precio de adquisición originario del inmovilizado intangible correspondiente a fondos de comercio, con el límite anual máximo de la veinteava parte de su importe siempre que se haya puesto de manifiesto en virtud de una adquisición a título oneroso.”

O limite de dedução anual do *goodwill*, perante o cumprimento de outros requisitos pode ser aumentado para 10% (*Impuesto sobre Sociedades*, Artículo 12.7).

Contudo, como refere Ibáñez (2010), a Espanha foi condenada pela Comissão Europeia devido à permissão da amortização fiscal do *goodwill* financeiro nas operações de aquisição de partes de capital de empresas estrangeiras, por ter sido considerado que se tratava de um auxílio estatal.³⁵

Com esta opção de Espanha, abre-se um desincentivo ao investimento em Portugal, através de uma opção fiscal que internamente urge ser ponderada. O tratamento fiscal do *goodwill* e o custo fiscal de financiamento em Portugal são apontados como alguns dos factores que levaram à EDP Renováveis, S.A. em deslocar para o território espanhol grande parte da sua actividade.

³³ As questões contabilísticas têm obviamente impacto ao nível da fiscalidade das F&A, sobretudo nos países com um sistema contabilístico continental como Portugal, em que Nobes and Parker (1991) consideram que a contabilidade tem uma forte relação com a fiscalidade. Contudo, este é um factor que não será directamente considerado na investigação empírica.

³⁴ Em Espanha o *fondo de comercio* corresponde ao *goodwill*.

³⁵ Ver a Decisão da Comissão, de 28 de Outubro de 2009 (notificada com o número C(2009) 8107).

Na Alemanha, o *goodwill* deve ser capitalizado no activo ao seu valor de mercado, embora em termos fiscais seja amortizado num período de 15 anos, podendo chegar aos 20 anos em alguns casos (KPMG, 2010a).

Na Bélgica, em termos fiscais, o *goodwill* tem de ser amortizado por um período mínimo de 5 anos, ainda que a Administração fiscal belga considere que a amortização óptima deve rondar entre os 10 e os 12 anos (KPMG, 2010b). Na Holanda, o *goodwill* também é amortizável para efeitos fiscais, com um limite anual de 10% (KPMG, 2010c). No Luxemburgo, o *goodwill* é fiscalmente amortizável, devendo ser contabilisticamente desreconhecido ao fim de 10 anos (KPMG, 2010d). O *imposta sul reddito delle società*, em Itália, permite a amortização fiscal do *goodwill* por 18 anos (KStudio Associato, 2010). Na Suíça, o *goodwill* pode ser fiscalmente amortizado em 5 anos a uma taxa anual de 20% ou numa base de quotas degressivas de 40% ao ano, sendo amortizado no 5º ano o remanescente (KPMG, 2010e).

Ayers et al. (2000) desenvolveram um estudo onde pretendiam medir o impacto nas decisões de investimento devido à Lei que permitiu em 1993 a amortização fiscal do *goodwill* nos EUA. Os autores concluem que, com a promulgação da Lei, verificaram-se prémios de aquisição significativamente mais elevados pelas empresas alvo.

2.6 – Conclusões da revisão da literatura

A literatura não é consensual a enunciar os factores que influenciam as decisões dos gestores em F&A, tendo-se notado nos estudos mais recentes um alargamento a outros factores não fiscais que a algumas décadas atrás eram descurados.

Igualmente, ao nível da fiscalidade, nota-se que os estudos mais recentes tendem a abordar variáveis que não estão directamente associadas às taxas de imposto e transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais. Diversos estudos, nomeadamente os

da Ernst & Young (2009a; 2010a) indicam que quando os gestores olham para a atractividade dos países consideram importantes, factores como a burocracia, a estabilidade legislativa e a eficiência do sistema judicial. Questiono, no contexto nacional, se serão somente os benefícios fiscais e a transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais que inquietam os gestores nas suas decisões de F&A.

Portugal parece pouco competitivo em termos internacionais em alguns domínios da fiscalidade, embora a tributação associada às F&A, no cômputo geral, seja satisfatória. Apesar do RNF ter um cariz europeu, fruto da Directiva 90/434/CEE, a sua interpretação e entendimento parecem variar entre EM em pequenos detalhes.

No caso particular da fusão inversa, partilho da opinião de Sanches (2008) e Pereira (2010), no sentido em que o conceito subjacente ao RNF estipulado no Código do IRC não impede que este tipo de fusão possa beneficiar do regime de neutralidade fiscal. Devia, por isso, ser alterada a posição da Administração fiscal, por exemplo, invocando o direito comparado com Espanha, visto que se trata de interpretações diferentes de uma mesma Directiva.

O art. 60.º do EBF consagra várias isenções em IS. No entanto, o (re)financiamento das dívidas das empresas envolvidas numa operação de fusão ocorre normalmente após a operação e por consequência desta, sendo que esse (re)financiamento está sujeito a IS. Visto tratar-se de uma operação conexa com a própria fusão, considero adequado a existência de uma isenção em sede de IS, desde que o plano de (re)financiamento seja parte integrante do projecto de fusão e seja consagrado à operação o RNF. Esta situação é importante, na medida em que este custo fiscal pode ser importante no sucesso da moldagem da operação em Portugal.

CAPÍTULO III – INVESTIGAÇÃO EMPÍRICA

Neste capítulo é apresentado o estudo empírico que serve de veículo para dar resposta às questões de investigação objecto da dissertação. Este foi organizado em duas partes, onde a primeira explica a metodologia de investigação seguida, a amostra escolhida e a definição das hipóteses de investigação. A segunda parte explora os resultados obtidos e faz a ligação com alguns fundamentos da revisão bibliográfica.

3.1 – Metodologia de investigação

Foi definido que a população sobre a qual incide o estudo é composta pelas empresas que estiveram no lado comprador (*buy side*) nas operações de F&A entre 2000 e 2009 em que a empresa alvo era nacional. Esta escolha é justificada por três motivos. Primeiro, porque pretende-se um estudo que esteja focalizado no caso português, em particular nas implicações do SFP nas decisões de F&A. Em segundo lugar, constatou-se que as F&A não têm sido alvo de muitos estudos para Portugal, sobretudo com uma extensão à fiscalidade. O terceiro motivo deve-se à maior dificuldade na obtenção de informação sobre as operações das empresas nacionais realizadas no exterior.

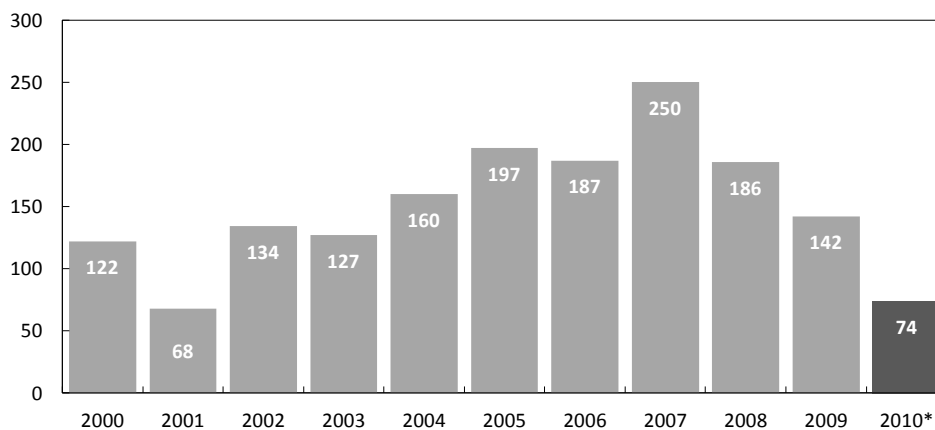
A amostra foi obtida através de uma lista disponibilizada pela *Bureau van Dijk*, que incluía 2642 *deals* (negócios) ocorridos em Portugal entre 1 de Janeiro de 2000 e 31 de Dezembro de 2009. Entre os quais encontravam-se operações de F&A cuja empresa alvo era nacional, F&A tendo como alvo uma empresa estrangeira, *joint-ventures* e algumas operações que foram anunciadas mas não se concretizaram.³⁶

³⁶ Pensou-se em solicitar junto da DGCI uma lista das operações de fusões, visto que as obrigações declarativas destas operações levam a um total conhecimento por parte da DGCI. Contudo, a expectável morosidade de processo levou a abandonar esta opção.

Foi necessário verificar cada um dos 2642 negócios e confirmar o seu tipo, visto que apenas são objecto de estudo as operações de F&A em que a empresa alvo era nacional. Essa verificação passou por uma pesquisa no sítio na internet das empresas envolvidas para verificar a estrutura accionista ou posições de investimento. Quando a qualidade da informação era insuficiente, seguiu-se uma pesquisa nos Comunicados e Publicações da CMVM, nos Comunicados da Autoridade da Concorrência e na base de dados AlacraStore.com. Da pesquisa resultaram 774 empresas incluídas em operações de F&A no *buy side*, cuja empresa alvo era nacional, num total de 1573 operações.³⁷

Conseguiu-se ainda obter a mesma lista actualizada no final de 2010, permitindo cobrir o número de operações até ao 3º trimestre de 2010. O inquérito por questionário não foi redireccionado a nenhuma empresa envolvida no *buy side* nas F&A ocorridas em 2010, por limitação de tempo e porque algumas empresas já tinham sido contempladas na análise de 2000 a 2009.

Figura 1 - Número de operações de F&A realizadas em Portugal entre 2000 e 2010*



* Dados até ao 3º trimestre de 2010

A Figura 1 sumariza, por ano, o número de operações de F&A realizadas em Portugal entre 2000 e 2010, conforme o primeiro objectivo do presente estudo, estando

³⁷ Como critério de selecção das F&A, especialmente para as empresas cotadas, foi seguido como referência o n.º 2 do art. 102.º do Decreto-Lei n.º 201/2002, de 26 de Setembro, referentes às participações qualificadas.

no Anexo A uma análise extensiva das operações por país. Assim, produz-se nova informação para Portugal, uma vez que não se tem conhecimento de nenhuma estatística disponível sobre o número de operações de F&A realizadas em Portugal.

O número de F&A realizadas em Portugal seguiu uma tendência de subida (nova vaga) desde 2001, sendo interrompida em 2007, devido à crise financeira internacional. De 2007 a 2009 a tendência foi de descida acentuada, com uma diminuição nesse período de 39% no número de operações cuja empresa no *buy side* era nacional. Neste período, a diminuição das operações por parte das empresas estrangeiras foi de 51%.

As empresas nacionais estiveram no lado comprador em 62% das operações, com uma média de 2 operações por empresa. O destaque das F&A transfronteiriças recai sobre as empresas de Espanha que estiveram envolvidas em 205 operações com uma média de 2,2 operações por empresa espanhola.

Das empresas consideradas, foi possível obter o contacto electrónico e garantir o correcto envio do inquérito por questionário a 453 empresas, representando o universo das empresas contactadas, sendo 270 nacionais e 183 estrangeiras. Não foi possível obter alguns contactos das empresas com F&A em Portugal, pois muitas das operações foram efectuadas por sociedades veículo, algumas tiveram como adquirente uma pessoa singular, e diversas empresas não possuem informação na internet acerca dos seus contactos electrónicos ou, quando existem, por vezes não estão operacionais.

O grande impasse na investigação da fiscalidade das F&A, na perspectiva analisada neste estudo, prende-se com a insuficiência de dados secundários que permitam responder às questões de investigação. Nesse sentido, sentiu-se necessidade de recolher dados primários. A metodologia de investigação adoptada para a obtenção de dados primários e para dar resposta às questões de investigação foi o inquérito por questionário, tendo como grande vantagem o facto de os dados serem recolhidos

directamente para a investigação empírica em causa. Ghauri and Grønhaug (2005) consideram que apenas a utilização de dados primários podem ajudar a compreender as atitudes de pessoas, intenções e comportamentos, sendo o inquérito por questionário uma ferramenta efectiva para obter opiniões e atitudes.

Foi elaborado um inquérito por questionário em língua portuguesa e traduzido para a língua inglesa, devido ao grande peso de empresas estrangeiras envolvidas nas operações de F&A consideradas.³⁸ Foi efectuado um teste piloto com 2 especialistas na área fiscal, 1 gestor de empresas e 2 alunos universitários, de forma a assegurar a clareza das questões colocadas. Após alguns ajustamentos, o inquérito por questionário foi enviado via *e-mail*, sendo dirigido a um membro da Administração.

Apesar de não se ter encontrado nenhum estudo que adopte a abordagem pretendida à fiscalidade das F&A, a metodologia e técnica seguida foram adaptadas de diversos estudos (Chatterjee et al., 1992; Weber et al., 1996; Very et al., 1997; Capron et al., 1998; Capron, 1999; Krug and Hegarty, 2001; Capron and Pistre, 2002; Uhlenbruck, 2004; Ernst & Young, 2009a; Ernst & Young, 2010a; Ernst & Young, 2010b).

O envio procedeu-se em duas fases devido à baixa taxa de resposta na fase inicial (Julho de 2010 e Setembro de 2010). O facto de ter sido utilizada a via electrónica para o envio dos inquéritos por questionário permitiu um total controlo sobre as empresas respondentes e facilitou a segunda fase de envio.

A opção da via electrónica para o envio dos inquéritos por questionários justifica-se por vários motivos. Pretendia-se uma redução considerável de custos para o investigador, evitar o processo moroso de envio por carta, diminuir o tempo de resposta e diminuir o custo no reenvio por parte dos respondentes.

³⁸ Ver as duas versões do inquérito por questionário no Anexo F e no Anexo G.

O inquérito por questionário foi organizado em três partes. Na primeira pretendia-se, através de três questões, aferir sobre a actividade de F&A em Portugal e a satisfação dos gestores com as operações em causa.

Numa segunda parte, tivemos quatro objectivos distintos. Primeiro, pretendeu-se perceber a importância da consultoria fiscal para as F&A e a satisfação com os resultados obtidos. O segundo objectivo foi perceber uma ordenação dos factores gerais que influenciaram as decisões de F&A. O terceiro objectivo foi uma extensão do anterior, mas associado aos diversos factores fiscais consideradas. O quarto objectivo foi medir a (in)satisfação com o actual normativo fiscal das F&A.

A terceira parte incorporou as perguntas de identificação, sendo propositadamente incluídas no final de forma a centrar a atenção inicial dos respondentes no objecto de estudo. Na sua formulação foram adoptadas questões com escala nominal, por intervalo e com escala ordinal do tipo avaliação, recorrendo ao auxílio das escalas de Likert. Foi ainda incorporada uma questão aberta.³⁹

De forma a dar resposta às questões de partida deste estudo, foram construídas algumas hipóteses que surgiram da base teórica e empírica explorada no capítulo anterior e da estrutura do inquérito por questionário.

Hipótese 1: Houve criação de valor com as operações de F&A;

Hipótese 2: As empresas estão satisfeitas com as F&A realizadas em Portugal;

Hipótese 3: Os factores gerais que influenciaram as decisões de F&A são iguais entre os grupos de empresas;

³⁹ Algumas questões, nomeadamente as questões 6. e 7., foram introduzidas com o propósito de servir de questões de controlo. De facto, se uma empresa recorreu a consultoria fiscal quando planeou uma operação de F&A, está satisfeita com a oferta de empresas de consultoria existentes, a consultoria fiscal foi importante para a operação e os ganhos com a consultoria justificaram os seus custos, é improvável que no futuro não recorra a consultoria fiscal. O mesmo acontece com as empresas que não recorreram a consultoria fiscal, que tenderão a seguir a tendência do seu comportamento no passado.

Nas questões 8. e 9. também foram incluídas algumas variáveis que são teoricamente muito correlacionadas, tendo sido consideradas, em parte, para funcionarem como variáveis de controlo. Esta situação é confirmada pela correlação entre elas, que será alvo de análise no subcapítulo seguinte.

- Hipótese 4:** A fiscalidade teve um peso importante nas decisões de F&A;
- Hipótese 5:** Os factores fiscais que influenciaram as decisões de F&A são iguais entre os grupos de empresas;
- Hipótese 6:** O mercado de consultoria fiscal satisfaz as necessidades das empresas;
- Hipótese 7:** A consultoria fiscal foi importante para o sucesso das operações;
- Hipótese 8:** As empresas consideram adequado o actual regime fiscal das F&A.

Todas as questões são analisadas de forma agregada e em grupos que relacionam: (i) empresas nacionais e estrangeiras; (ii) grandes empresas e PME; (iii) empresas cotadas e não cotadas; e (iv) empresas envolvidas em 3 ou menos F&A e empresas com 4 ou mais F&A.

Para a análise entre grupos Newbold et al. (2007) consideram que o teste de *Wilcoxon* e o *U* de *Mann-Whitney* tendem para a distribuição normal com uma amostra superior a 10, sendo nestes casos os resultados idênticos para ambos os testes. Optamos pela aplicação do teste não-paramétrico *U* de *Mann-Whitney* para a análise entre grupos, devido ao número de respostas das empresas estrangeiras (7). Outra alternativa seria a aplicação do teste de medianas mas, segundo Bryman and Cramer (1994), é um teste menos potente que o *U* de *Mann-Whitney*.⁴⁰

Para a análise da relação entre variáveis ordinais, segundo Hill e Hill (2008), devemos calcular coeficientes de correlação em detrimento de coeficientes de associação. Nesse sentido, optamos pela aplicação do coeficiente de correlação *tau* de *Kendall* que, embora menos popular, é preferível porque existem empates nas ordenações dos grupos (Bryman and Cramer, 1994; Martinez e Ferreira, 2008).

⁴⁰ Os outputs do teste *U* de *Mann-Whitney* estão no Anexo D.

3.2 – Análise e interpretação

3.2.1 – Caracterização das empresas respondentes

Dos inquéritos por questionários enviados, obtivemos uma taxa de resposta de 10%, representando 47 inquéritos por questionários válidos. As empresas respondentes nacionais representaram a taxa de resposta mais elevada – 15%.

Tabela 1 – Resumo das respostas ao inquérito por questionário

	Portuguesas	Estrangeiras	Total
Questionários enviados	270	183	453
Respostas recebidas	40	7	47
Taxa de resposta	15%	4%	10%

Na opinião de Very et al. (1997), as taxas de resposta podem ser culturalmente tendenciosas, ou seja, variam de acordo com a cultura de cada país, sobretudo na Europa onde existe menos tradição no uso do inquérito por questionário.⁴¹ Embora sendo um número de respostas relativamente baixo, produzindo alguns enviesamentos ao nível da sua extrapolação, o interesse demonstrado pelos respondentes, aferido pelas cuidadosas respostas à pergunta aberta, levam-me a considerar as respostas como de boa qualidade para o estudo em causa. De referir que os cargos ocupados pelos respondentes, comprovado pelas suas assinaturas de *e-mail*, representaram na sua maioria cargos de Administrador, Director-Geral ou Director Financeiro.

Os inquéritos por questionário que abordam questões sensíveis tendem a ter uma baixa taxa de resposta, até 10% ou menos (Datta, 1991; Hill e Hill, 2008). Em diversos estudos que aplicaram a presente metodologia (mas com objectivo diferente), as taxas

⁴¹ Os autores experienciaram esta situação com as empresas espanholas, tendo obtido uma taxa de resposta muito baixa. Neste estudo as empresas espanholas representam 29% das empresas estrangeiras contactadas.

de resposta válidas cifraram-se entre os 11% e os 60%, pelo que considera-se aceitável a taxa de resposta obtida, sobretudo das empresas portuguesas (15%).⁴²

As respostas das empresas espanholas foram as que tiveram uma maior representatividade entre as empresas estrangeiras, embora o seu número seja baixo.

Tabela 2 – País das empresas respondentes

País das empresas respondentes	N	% da amostra
Portugal	40	85%
Estrangeiro	7	15%
Espanha	3	
Holanda	1	
Dinamarca	1	
Reino Unido	1	
NR*	1	
Total	47	

* Não foi possível confirmar o país da empresa respondente, embora tenhamos conhecimento que não era nacional

Das empresas respondentes, verifica-se uma maior preponderância de empresas cuja forma jurídica é sociedade anónima, *holding* ou sociedade de capital de risco, representando 83% do total.

Tabela 3 – Forma jurídica das empresas respondentes

Forma jurídica das empresas respondentes	N	% da amostra
SGPS ou SCR	19	40%
S.A.	20	43%
Lda.	5	11%
Outra	3	6%
Total	47	

Consequentemente, 62% das empresas respondentes são classificadas como grandes empresas, sendo as restantes definidas como PME.

⁴² Alguns exemplos de taxas de resposta a inquéritos por questionário: Ansoff (1971) – 22,6%; Chatterjee et al. (1992) – 39%; Weber et al. (1996) – 30%; Very et al. (1997) – 18%; Capron et al. (1998) – 14,1%; Capron (1999) – 30%; Krug and Hegarty (2001) – 58,9%; Uhlenbruck (2004) – 31%; Samagaio (2005) – 11%; Lopes (2008) – 16,4%.

Tabela 4 – Dimensão das empresas respondentes

Dimensão das empresas respondentes	N	% da amostra
Micro	1	2%
Pequena	7	15%
Média	10	21%
Grande	29	62%
Total	47	

Sobretudo em Portugal, uma grande fatia do nosso tecido empresarial é composto por PME e, como tal, não são cotadas em mercados bolsistas. Contudo, conseguimos obter um nível de respostas razoável de empresas cotadas (26% - 8 nacionais e 4 estrangeiras), permitindo uma análise comparativa, tal como referido anteriormente.

Tabela 5 – Empresas respondentes cotadas em bolsa

Empresas respondentes cotadas em bolsa	N	% da amostra
Cotada	12	26%
Não cotada	35	74%
Total	47	

Das empresas respondentes, 81% fazem parte de um grupo económico que está representado fora de Portugal. De registar que em 71% dos casos, a extensão do grupo vai além do continente europeu.

As actividades desenvolvidas em Portugal são diversas, tendo-se obtido resposta da quase totalidade dos sectores de actividade pré-definidos no inquérito por questionário. Os sectores de actividade foram definidos de acordo com os sectores mais activos na lista de *deals* fornecida pela *Bureau van Dijk*.⁴³ A maior representatividade recai sobre o sector dos serviços financeiros e segurador, indústria alimentar e bebidas, actividades de consultoria, construção e comércio por grosso e a retalho.

⁴³ Ver o Anexo E para analisar o sector de actividade das empresas respondentes.

3.2.2 – Análise da actividade de F&A em Portugal

Quando analisamos o número de operações de F&A em Portugal, verificamos que metade das empresas respondentes estiveram envolvidas em 4 ou mais operações de F&A no *buy side* entre 2000 e 2009.⁴⁴

Tabela 6 – Número de operações de F&A realizadas

Número de operações de F&A realizadas	N	% da amostra
1	10	21%
2	9	19%
3	5	11%
4 ou mais	23	49%
Total	47	

A par do grande número de operações das empresas consideradas, estas tiveram como objectivo, na maioria dos casos (87%), assumir o controlo da empresa alvo.

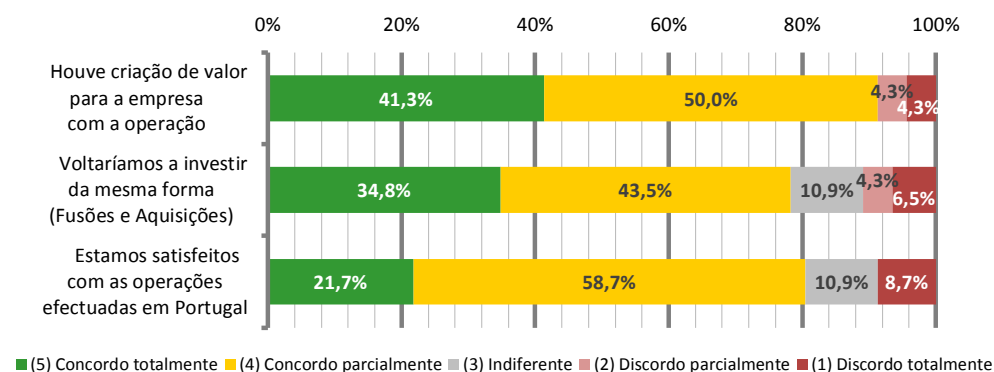
Tabela 7 – Percentagem de capital detido após a operação

Percentagem de capital detido após a operação	N	% da amostra
< 25%	2	4%
25-50%	4	9%
> 50%	41	87%
Total	47	

Interessa agora analisar o grau de satisfação dos gestores com as operações efectuadas em Portugal. A maior parte dos gestores (91%) considera que houve criação de valor para a empresa com as F&A. Ainda que considerem a existência de criação de valor, foram menos os gestores (78%) que consideraram como válido um novo investimento em Portugal pela mesma via. Isto poderá ocorrer porque, nem todos os gestores ficaram totalmente satisfeitos com as operações realizadas (apenas 22%), indicando que, apesar do valor criado, ele deve ter sido inferior ao esperado.

⁴⁴ Pensou-se em efectuar uma análise estatística ao longo do tempo (2000-2009), mas o número de respostas obtidas ao inquérito por questionário impossibilitou esta hipótese.

Figura 2 – Nível de satisfação das operações realizadas



Através do auxílio do teste *U* de *Mann-Whitney*, verificamos que a concordância em relação à criação de valor com as F&A foi idêntica entre as empresas nacionais e estrangeiras ($p = ,913$), entre as empresas cotadas e não cotadas ($p = ,112$) e entre as empresas envolvidas em 3 ou menos F&A e aquelas com 4 ou mais ($p = ,426$). Entre as grandes empresas e as PME, os resultados indicam uma diferente concordância ao nível da criação de valor ($p = ,002$), tendo os gestores das grandes empresas considerado que obtiveram uma maior criação de valor, em relação aos das PME.⁴⁵ Em termos agregados (91%) concluímos que as operações de F&A em Portugal criaram valor (Hipótese 1).

Com a aplicação do mesmo teste, observamos que os níveis de satisfação com as operações efectuadas em Portugal são idênticos entre as empresas nacionais e estrangeiras ($p = ,569$) e entre as empresas envolvidas em 3 ou menos F&A e aquelas com 4 ou mais ($p = ,804$). Quando consideramos as empresas cotadas e não cotadas, os resultados demonstram uma situação de fronteira ($p = ,055$), não sendo expressiva a igualdade nos níveis de satisfação neste grupo.⁴⁶ Para as grandes empresas e PME os níveis de satisfação são diferentes ($p = ,009$), com as grandes empresas a apresentarem um maior nível de satisfação (média de 4,6 contra 3,6 e mediana de 5 contra 4).

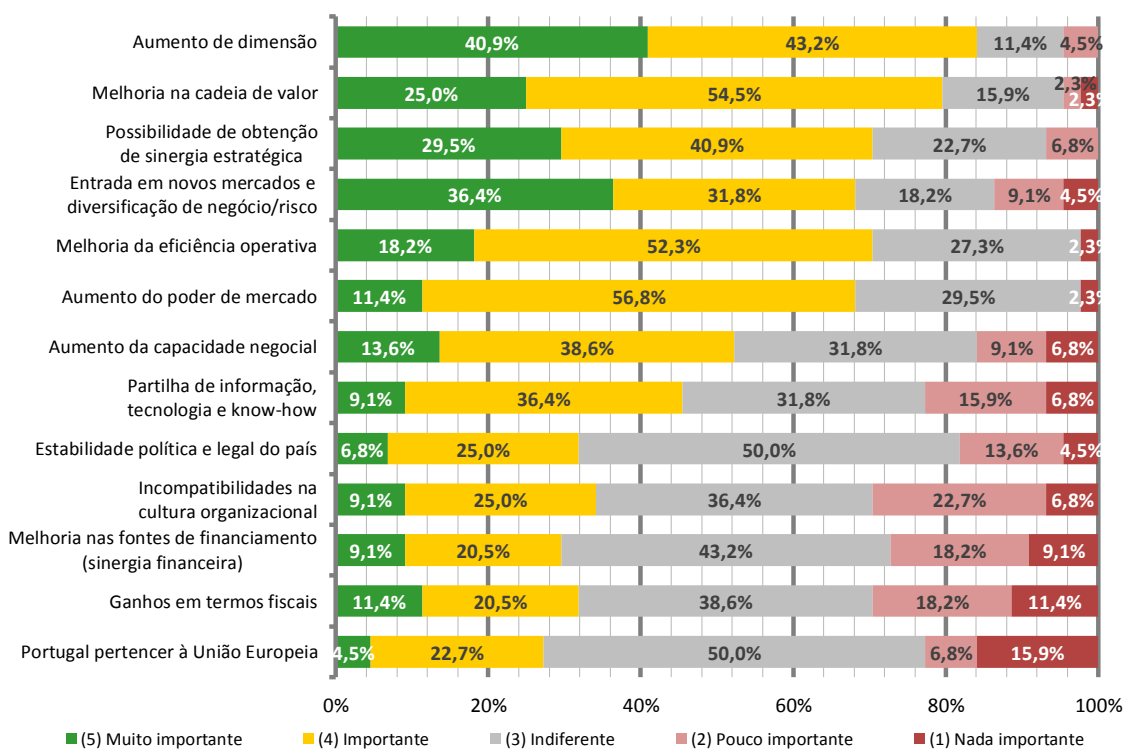
⁴⁵ Para todas as análises foi considerado um intervalo de confiança a 95%.

⁴⁶ Devemos rejeitar a igualdade de satisfação com as operações efectuadas em Portugal, pois estimamos que a probabilidade de rejeitarmos H_0 , sendo H_0 falsa é superior a 60%.

Os dados sugerem que em termos agregados (80%) os gestores estão satisfeitos com as operações de F&A realizadas em Portugal (Hipótese 2).

São diversos os factores que os gestores ponderaram aquando das decisões de F&A, tendo já sido explorados em pormenor no capítulo 2.2 e 2.3, onde verificamos que a literatura não é clara e consensual na sua ordenação. O resultado obtido segue o esperado, embora a ordenação definida não deva ser seguida escrupulosamente, mas sim como medida de indicação/sentido de importância.⁴⁷

Figura 3 – Importância de diversos factores gerais nas decisões de F&A em Portugal



Nota: Factores ordenados pela maior média

O aumento de dimensão foi, destacadamente, o factor mais importante para as decisões dos gestores, a que se seguiu a melhoria na cadeia de valor e a possibilidade de obtenção de sinergia estratégica. Estes três factores foram classificados para mais de 70% dos gestores como importantes ou muito importantes nas suas decisões de F&A em

⁴⁷ Para analisar em pormenor os resultados obtidos, as correlações entre os factores, a sua separação pelos quatro grupos de empresas e os *outputs* do teste *U* de Mann-Whitney, ver o Anexo B, o Anexo C e o Anexo D.

Portugal. Adoptando os critérios de Bryman and Cramer (1994) para avaliar o grau de correlação, concluímos que o aumento de dimensão e a melhoria na cadeia de valor apresentam uma correlação fraca entre si (,357).⁴⁸

Também importante ou muito importante para os gestores (pontuação conjunta superior a 60%) foi a possibilidade de entrarem em novos mercados e obterem uma maior diversificação de risco/negócio, bem como as oportunidades ao nível operacional e a hipótese de aumentarem o seu poder de mercado. Sem constituir grande surpresa, o factor que possuiu maior importância na hora de decisão para os gestores das empresas estrangeiras foi, precisamente, a possibilidade de entrarem em novos mercados e diversificação de negócio/risco, o que justifica o grande número de respostas como “muito importante” (36%).

A incompatibilidade na cultura organizacional foi um factor que mereceu um comentário pertinente de uma das empresas respondentes:⁴⁹

E31: “Comments: This was E31 first entry into Portugal, therefore no operational synergies were possible. Compatibility of organizational culture is extremely important to E31; we do not make acquisitions where the culture is not compatible to ours. E31 is a ‘service’ or ‘people’ business; if the cultures are not compatible, then the employees leave and we have purchased nothing.”

Aplicando o teste não-paramétrico *U* de Mann-Whitney, concluímos que os níveis de importância de todos os factores acima descritos (Hipótese 3) foram, para os gestores, idênticos entre as empresas nacionais e estrangeiras (*p-value* mínimo ,094). O mesmo se conclui ao considerarmos na análise as empresas cotadas e não cotadas, embora a importância atribuída ao aumento da capacidade negocial esteja próximo da fronteira de rejeição de igualdade nas respostas centrais para este grupo (*p* = ,07). Os níveis de

⁴⁸ Bryman and Cramer (1994) definem que as correlações devem ser consideradas, em módulo, como: muito fraca (de 0,0 a 0,2); fraca (0,2 a 0,4); moderada (0,4 a 0,6); forte (0,6 a 0,8); e muito forte (0,8 a 1,0).

⁴⁹ A cada empresa (E) foi atribuído um código numérico que corresponde à ordem de recepção do inquérito por questionário.

importância também são idênticos entre as grandes empresas e as PME, exceptuando ao nível da partilha de informação, tecnologia e *know-how* ($p = ,048$), que os gestores das PME consideraram como um factor mais importante nas suas decisões, em relação aos das grandes empresas (média de 3,6 contra 3,0 e mediana de 4 contra 3). Também entre as empresas envolvidas em 3 ou menos F&A e aquelas com 4 ou mais, a partilha de informação, tecnologia e *know-how* ($p = ,054$) está numa situação de fronteira, em que as segundas lhe atribuíram maior importância (média de 3,5 contra 3,0 e mediana de 4 contra 3). Contudo, verificamos uma fraca correlação ($,237$) entre as PME e as empresas com 4 ou mais F&A ao nível da partilha de informação, tecnologia e *know-how*.

Em linha com a diversa literatura internacional (Auerbach and Reishus, WP 1986; Auerbach, 1988a; Hayn, 1989; Weston and Weaver, 2001), também para Portugal concluímos que a fiscalidade teve pouca importância nas decisões de F&A (Hipótese 4).

Quando considerados os factores fiscais (Figura 4), o nível de burocracia e complexidade de cumprimento das obrigações fiscais a que as empresas estão sujeitas, aliado à dificuldade em dialogar com a Administração fiscal, foram considerados por outros estudos como factores muito pouco atractivos para o investimento em Portugal (Ernst & Young, 2009a; 2010a). Os resultados obtidos com o presente estudo complementam os estudos da Ernst & Young pois, além destes factores serem pouco atractivos, são factores que os gestores respondentes ao inquérito por questionário consideraram como relativamente importantes nas suas decisões de F&A.

A estabilidade do sistema fiscal é um aspecto que surge bem cotado ao nível da sua importância nas decisões de F&A, sendo o terceiro factor fiscal mais importante para as empresas estrangeiras, logo após da transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais e das taxas de IRC. É um factor que, em termos agregados, tem uma moderada correlação com a tributação dos dividendos ($,415$) e com o nível de burocracia e complexidade de

cumprimento (,581). Este último factor tem também uma moderada correlação (,562) com a dificuldade em dialogar com a Administração fiscal.

Estes são aspectos reforçados pelos respondentes na questão aberta (questão 11.):

E15: “Less paper work”.

E32: “A sugestão não é específica do tema fusões e aquisições, sendo antes mais transversal a toda a actividade económica: a da necessidade de estabilidade do sistema fiscal e de redução do nível de burocracia e complexidade de cumprimento, ao mesmo tempo que permite ter maior segurança relativamente aos procedimentos”.

E39: “Simplificação dos processos burocráticos”.

E47: “Simplificar e estabilizar o regime fiscal, seja nas empresas, seja nas pessoas”.

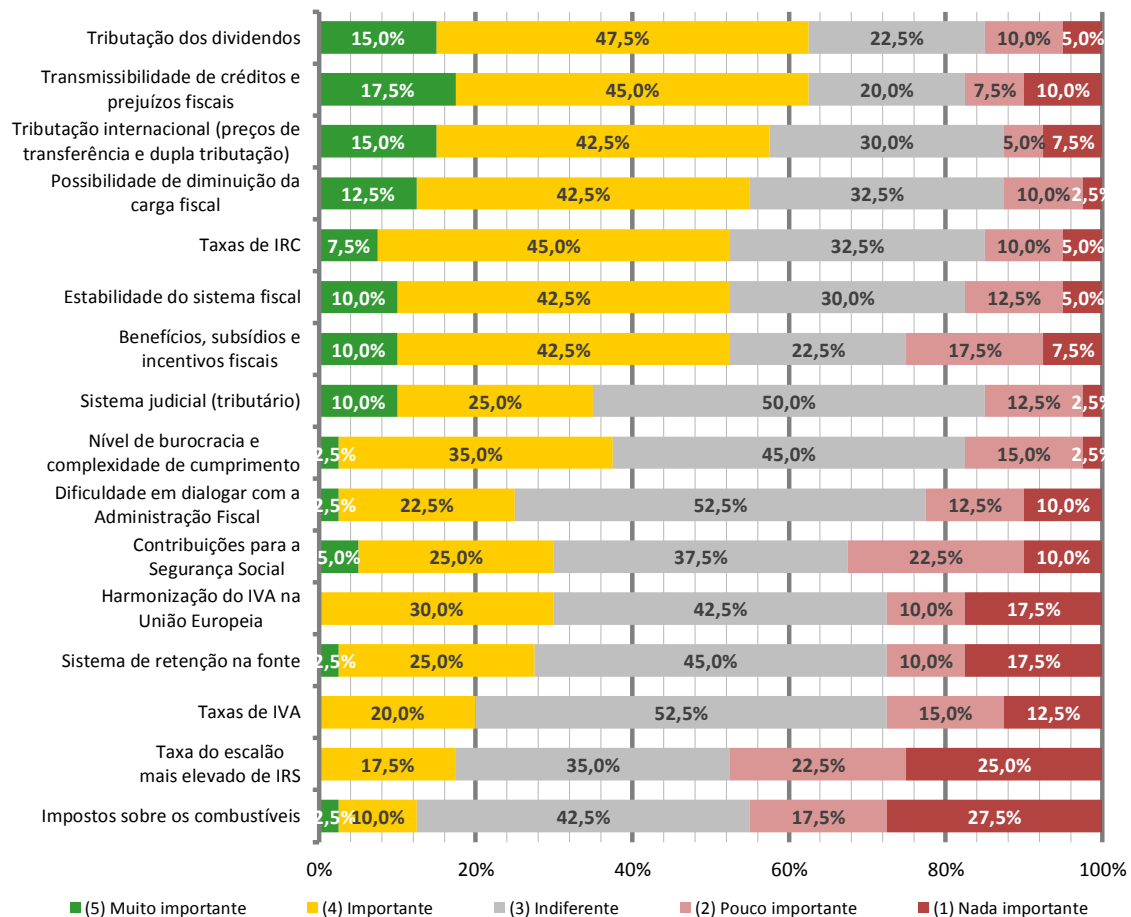
Alguns dos comentários acima, no que concerne especificamente às F&A, podem não contemplar as alterações legislativas introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, em que um dos objectivos latentes é a diminuição da burocracia e do tempo associado à decisão sobre a atribuição do RNF às operações.

O teste *U* de *Mann-Whitney* indica-nos que a generalidade dos factores fiscais assumiram igual importância entre os grupos na hora de decisão (Hipótese 5), embora seja diferente entre as empresas nacionais e estrangeiras ao nível da transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais ($p = ,014$) e das taxas de IRC ($p = ,030$). Em ambos os factores, os gestores das empresas estrangeiras consideraram-nos mais importantes do que os gestores das empresas nacionais.

A transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais é descrita pela literatura como um dos factores fiscais que mais influencia as decisões de investimento. Neste estudo, não foi o factor mais relevante para os gestores em termos agregados, ficando em segundo lugar, embora tenha sido o factor mais importante para as empresas estrangeiras (quinto para as nacionais) e para as cotadas (quinto para as não cotadas).

Relacionando a igualdade de valores centrais entre as empresas cotadas e as não cotadas (teste *U* de *Mann-Whitney*), o factor com menor significância foi a taxa de IRC ($p = ,140$), sendo as empresas cotadas as que mais se importaram com o seu nível.

Figura 4 – Importância de diversos factores fiscais nas decisões de F&A em Portugal



Nota: Factores ordenados pela maior média

Foi entre as grandes empresas e as PME que as decisões dos gestores mais divergiram na importância dos factores fiscais. As taxas de IVA ($p = ,020$) e o sistema de retenção na fonte ($p = ,018$) foram factores classificados com uma importância diferente. Também a taxa do escalão mais elevado do IRS ($p = ,072$) e o sistema judicial (tributário) ($p = ,078$) foram factores que, utilizando um intervalo de confiança menos amplo, poderão ser considerados como estatisticamente diferentes entre as grandes empresas e as PME. Foi a estes quatro últimos factores que os gestores das PME

atribuíram maior importância nas suas decisões de F&A. O sistema judicial (tributário) foi, inclusive, o factor mais importante na tomada de decisão dos gestores das PME, seguindo-se a possibilidade de obtenção de benefícios, subsídios e incentivos fiscais.

Exceptuando a estabilidade do sistema fiscal ($p = ,026$) todos os factores fiscais não diferem com o número de operações em que a empresa esteve envolvida. As empresas com 4 ou mais F&A foram aquelas que consideraram mais importante este factor (média de 3,8 contra 3,0 e mediana de 4 contra 3).

As taxas de IVA e a harmonização do IVA na UE são dois factores com uma forte correlação entre si ($,716$), sucedendo o mesmo entre a tributação internacional e a tributação dos dividendos ($,641$) e entre este último factor e as taxas de IRC ($,539$). Esta análise das correlações sustenta a coerência das respostas obtidas, pois seguem um comportamento de acordo com o esperado, validando, assim, o sentido das questões de controlo.

Nas F&A, a consultoria assume cada vez mais um papel decisivo no aconselhamento aos gestores sobre diversas oportunidades de investimento e sobre algumas vantagens e contingências que podem surgir. Neste estudo analisamos somente a consultoria fiscal.

A oferta de empresas com o serviço de consultoria fiscal é satisfatória para 89% dos gestores respondentes (Hipótese 6), sendo superior à percentagem de respondentes que recorreram a este serviço (81%).

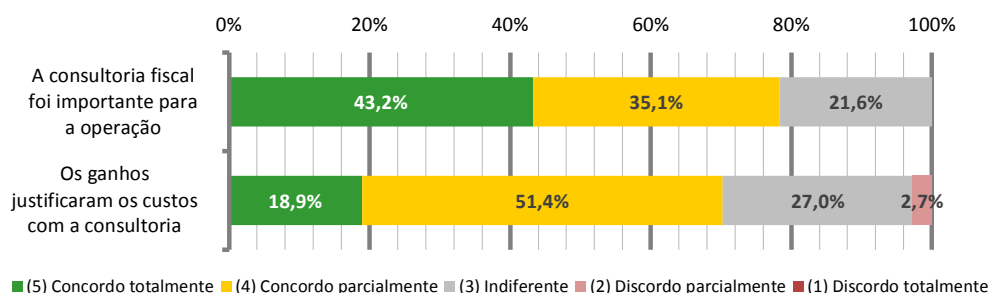
E28: “Sem prejuízo de não recorrermos de forma significativa a esse tipo de consultoria, não nos parece existir lacunas significativas nesse mercado”.

Quando insatisfeitos, apenas foi registada uma opinião:

E13: “Falta de coerência, insegurança no aconselhamento”.

Foram três os gestores, cujas empresas não tinham recorrido no passado a consultoria fiscal, que no futuro pretendem recorrer a este serviço.

Figura 5 – Nível de satisfação quando recorreram a consultoria fiscal



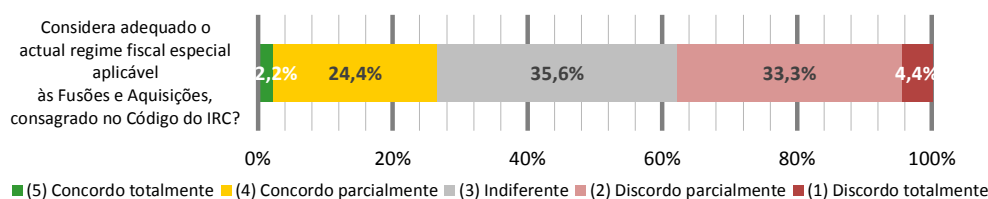
Nas empresas que recorreram a consultoria fiscal, a opinião dos gestores é positiva (78%), ao nível da importância da consultoria fiscal para as operações (Hipótese 7). Quando os custos são comparados com os ganhos obtidos, a opinião dos gestores também é positiva (70%), embora apenas 19% dos gestores considerem que os ganhos justificaram totalmente os custos.

Quando comparada a importância da consultoria fiscal para a operação, por grupos, verificamos que esta não é estatisticamente diferente entre as empresas nacionais e as estrangeiras ($p = ,835$). O mesmo acontece entre as grandes empresas e as PME ($p = ,180$), entre as empresas cotadas e as não cotadas ($p = ,454$) e entre as empresas envolvidas em 3 ou menos F&A e aquelas com 4 ou mais ($p = ,270$).

Das empresas respondentes, cerca de 85% pretendem recorrer no futuro a consultoria fiscal, constituindo-se como mais um sinal da sua importância para as F&A e um indicador de congruência nas respostas fornecidas, validando o sentido inerente à questão de controlo. Este resultado indica ainda que existem mais empresas que pretendem recorrer no futuro a consultoria fiscal.

Quando confrontados com a adequabilidade do actual regime fiscal das F&A, o pessimismo é mais dominante. Apenas 27% dos gestores consideram o regime total ou parcialmente adequado, em oposição a 38% que responderam de forma discordante. Os resultados levam-nos a concluir que as empresas consideram o actual regime relativamente desadequado (Hipótese 8).

Figura 6 – Opinião sobre o actual regime fiscal das F&A em Portugal



Analisando a opinião dos diferentes grupos, os resultados demonstram uma elevada significância estatística a favor da igualdade de opinião entre os gestores das empresas nacionais e estrangeiras ($p = ,779$), entre as cotadas e as não cotadas ($p = ,345$), entre as grandes empresas e as PME ($p = ,600$) e entre as empresas com 3 ou menos F&A e aquelas com 4 ou mais ($p = ,933$). Interessa, então, perceber a opinião dos gestores:

E2: “O princípio da neutralidade fiscal deveria reger o processo de fusões e aquisições, pois estas têm mais a ver com estratégias de ganhos de sinergias, incremento volume negócios e redimensionamento da empresa após fusão, associado a forte redução de custos a vários níveis.”.

E41: “Maior facilidade na obtenção de isenções fiscais nos casos de fusões em que haja ganhos económicos efectivos e comprovados”.

E45: “Clarification of the overall regime, which is applicable in the absence of the tax neutrality regime. Improved definition of the qualifying transactions that apply under the tax neutrality regime. Improved guidance on the tax regime applicable in the time-frame ranging from the request to register the merger (at the Commercial Registrar) and the final registration of merger”.

A opinião da E2, da E41 e da E45 coaduna-se com o defendido anteriormente, de que o RNF não é totalmente transparente, no sentido em que os pressupostos da sua aplicação são abstractos e mesmo quando teoricamente cumpridos, o regime pode ser recusado.

E3: “A fiscalidade é um aspecto a considerar sempre em operações de fusão e aquisição, mas não é um fim ou uma motivação em si, pelo que assume uma importância muito relativa face a outras variáveis de cariz estratégico, p.e. Neste sentido, a menos que seja absolutamente hostil quanto à concretização de transacções, acaba normalmente por não ser impeditiva. No contexto actual de Portugal, embora a

fiscalidade possa moldar o perfil de uma transacção, não consideramos que esteja desajustada face ao padrão europeu.”.

E14: “Deveria haver mais incentivos fiscais a estas operações desde que cumpridas determinadas condições”.

E38: “Alterar o regime de tributação das mais-valias de investimentos não especulativos, criando incentivos que possam reduzir ou eliminar a carga fiscal; quando as mais-valias são reinvestidas, quando a detenção das participações é superior a um determinado período ou criando escalões de tributação em função do montante das mais-valias geradas, com vista a promover o empreendedorismo e a criação de emprego”.

E13: “(1). Tributação de mais-valias: o aconselhamento fiscal que nos é feito por empresas especializadas, apontam sempre para veículos sediados fora de Portugal, uma vez que o sistema de tributação de mais-valias no nosso país é totalmente desadequado a operações de M&A. (2). Imposto de selo: As operações de M&A são sempre acompanhadas por montagens financeiras complexas, por vezes obrigando ao refinanciamento total das empresas, a empréstimos bridge, etc. O imposto de selo atira estes financiamentos para fora de Portugal.”.

E43: “a) Neutralidade fiscal em IRC ao nível das operações com participações financeiras (cisões de partes sociais); b) Neutralidade ao nível do IMI (não reavaliação quando ocorre transmissão de imóveis)”.

Estas situações foram referidas na revisão da literatura como indicadoras da pouca extensão do RNF a outras matérias fiscais.

E34: “Permitir a dedução de goodwill como custo fiscal para o adquirente”.

Para a E8, cujo inquérito por questionário seguiu-se a uma reunião a pedido desta, o actual regime fiscal não é competitivo, nomeadamente com Espanha, tal como se referiu na revisão da literatura, pois não permite a amortização fiscal do *goodwill*. Algumas operações da empresa não se realizaram e foram deslocalizadas para Espanha. Isto ocorreu porque, para esta empresa que opera no sector das energias renováveis, a quase totalidade do valor a pagar pelas F&A planeadas correspondia a *goodwill*.

E36: “A melhoria de rigor, razoabilidade e rapidez ao nível da apreciação dos pedidos de concessão de benefícios fiscais no que respeita ao património transmitido no âmbito das fusões. Menores restrições nos encargos financeiros suportados nas

aquisições. Por outro lado, nas medidas previstas para o OE 2011, é extremamente prejudicial o aumento das restrições para dedução dos lucros distribuídos, em paralelo com a interpretação descontextualizada e o carácter discricionário da Administração Fiscal na aplicação das normas fiscais”.

E19: “To promote innovative measures in tax incentives for foreign investments, for example, those enabling all companies subject to Portuguese corporate tax to deduct from their taxable income a portion on the basis of their shareholder’s equity (net assets)”.

E26: “A administração fiscal deve ser mais flexível na aceitação do reporte de prejuízos fiscais”.

Como analisado no capítulo 2.4.3, o plano de dedução dos prejuízos fiscais é limitado, sendo definido pelo Ministro das Finanças. Tem como prazo máximo quatro exercícios económicos (Código do IRC, art. 52.º, n.º 1), embora possa ser autorizada a dedução em período superior em casos especiais (Código do IRC, art. 52.º, n.º 8 a 10).

Tentou-se efectuar uma análise de conteúdo ao nível do cruzamento das respostas à pergunta aberta. Contudo, o número de respostas obtidas não foi suficiente para efectuar a análise pretendida.

CAPÍTULO IV – CONCLUSÕES

4.1 – Principais conclusões do estudo

Nas decisões de F&A a fiscalidade pode ser um factor importante a considerar. Nesse sentido, o objectivo principal deste estudo foi determinar se a fiscalidade influenciou as decisões dos gestores das empresas compradoras nas F&A realizadas em Portugal entre 2000 e 2009. A metodologia seguida recaiu no inquérito por questionário, pois é apontado com uma boa ferramenta para a obtenção de opiniões e intenções.

O número de respostas obtidas com o inquérito por questionário (47) permitiu uma análise comparativa por grupos, de forma a analisar a existência de opiniões diferentes entre eles, contendo empresas nacionais (40) e estrangeiras (7), grandes empresas (29) e PME (18), empresas cotadas (12) e não cotadas (35), e empresas envolvidas em 3 ou menos F&A (24) e empresas com 4 ou mais F&A (23).

Relativamente ao primeiro objectivo da dissertação, conclui-se que entre o ano 2000 e o 3º trimestre de 2010 foram realizadas 1647 operações de F&A em Portugal, sendo que 1017 foram operações internas. Do total de operações realizadas, estiveram envolvidas 845 empresas diferentes no *buy side*, com uma média de 2 operações de F&A por empresa. Pode-se considerar que Portugal sentiu uma vaga de F&A após 2001, tal como verificado em termos internacionais (The Economist, 2007), que foi interrompida em 2007 pela crise financeira internacional.

Os resultados obtidos indicam que, em termos agregados, os gestores das empresas respondentes consideram que ocorreu criação de valor com as F&A, embora quando analisado entre grupos, os gestores das PME consideram que obtiveram menos criação de valor, em comparação com os gestores das grandes empresas. Todos os outros

grupos apresentaram respostas não divergentes relativamente a esta questão. A satisfação com as F&A realizadas em Portugal foi generalizada, embora uma vez mais os gestores das grandes empresas demonstraram-se mais satisfeitos que os das PME.

Exceptuando as empresas estrangeiras, a possibilidade de aumentarem a dimensão foi o factor mais importante para todos os grupos. O factor mais importante para as empresas estrangeiras foi a possibilidade de entrarem em novos mercados e diversificarem os seus negócios e riscos.

Ao nível do segundo objectivo, os resultados obtidos indicam que a fiscalidade teve um impacto reduzido nas decisões de F&A em Portugal entre 2000 e 2009, tal como sugere a literatura internacional (Auerbach and Reishus, WP 1986; Auerbach, 1988a; Hayn, 1989; Weston and Weaver, 2001). As grandes empresas foram aquelas em que os ganhos em termos fiscais tiveram maior importância nas decisões de F&A, embora este factor se tenha situado no 9º lugar em 13 factores.

Em relação ao terceiro objectivo, em termos agregados, a tributação dos dividendos foi o factor fiscal mais importante, a que se seguiu a transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais e a tributação internacional. Contudo, existem algumas diferenças entre grupos, indicando que nem sempre os gestores se preocuparam somente com o custo do imposto, mas também com os custos de contexto.

Os gestores das empresas estrangeiras consideraram mais importante nas suas decisões de F&A a transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais, as taxas de IRC e a estabilidade do sistema fiscal, enquanto os gestores das empresas nacionais deram mais importância à tributação dos dividendos, diminuição da carga fiscal e tributação internacional. Os gestores das empresas não cotadas deram mais importância à tributação dos dividendos, tendo-se este factor posicionado na 6ª posição para os gestores das empresas cotadas. Os gestores das PME consideraram mais importante nas

suas decisões de F&A o sistema judicial (tributário) e a existência de benefícios, subsídios e incentivos fiscais, enquanto os gestores das grandes empresas preocuparam-se com a tributação dos dividendos e diminuição da sua carga fiscal.

A importância atribuída pelos gestores a factores fiscais nas suas decisões de F&A em Portugal entre 2000 e 2009 não teve relação com o número de operações que realizaram, sendo os resultados similares para aqueles que estiveram envolvidos em 3 ou menos F&A ou em 4 ou mais.

Podemos ainda concluir que, embora a fiscalidade tenha um impacto reduzido nas decisões de F&A, algumas especificidades fiscais podem condicionar a operação.

Roberts (2009) sugere que o aconselhamento de profissionais especializados em fiscalidade pode ser crucial devido à complexidade de muitas F&A. As respostas obtidas indicam que as empresas tenderam a recorrer a consultoria fiscal (81%), estando satisfeitas com a oferta de empresas com o serviço de consultoria fiscal existente em Portugal (89%). Os gestores também demonstram uma opinião positiva quanto à importância da consultoria fiscal para o sucesso das F&A (78%), não havendo diferenças entre grupos.

Quando confrontados com a adequabilidade do actual regime fiscal das F&A, 27% dos gestores consideram o regime total ou parcialmente adequado, em oposição a 38% que responderam de forma discordante. Os resultados sugerem, assim, que os gestores consideram o actual regime fiscal das F&A como relativamente desadequado.

Considerando a revisão da literatura e a análise efectuada ao inquérito por questionário, no cumprimento do quarto objectivo deste estudo, no meu entendimento, Portugal parece não ser muito competitivo em termos internacionais nas F&A, nomeadamente com Espanha. Isto ocorre, não só devido a limitações nos códigos fiscais ao nível da amortização fiscal do *goodwill*, mas também pelos recentes e continuados

aumentos de taxas de tributação, contrariando a tendência de outros EM da UE, acrescido da reconhecida burocracia e complexidade do actual SFP.

4.2 – Recomendações de alteração ao sistema fiscal português

Como resultado deste estudo e, conforme o quinto objectivo desta dissertação, propõem-se as seguintes medidas de alteração ao actual SFP, como forma de promover as F&A de empresas:

- Aplicação do RNF à fusão inversa, desde que garantida a viabilidade económica da operação, tal como permitido em Espanha;
- Permitir a amortização fiscal do *goodwill* nas F&A, tal como é possível em diversos países europeus, desde que em conformidade com as normas comunitárias;
- Incorporar no EBF uma isenção do IS para o (re)financiamento da dívida das empresas envolvidas em uma fusão, desde que garantida a neutralidade fiscal da mesma, através do projecto de fusão que deve conter um plano financeiro para a operação e/ou grupo;
- Embora no caso das fusões o limite de reporte de prejuízos fiscais em Portugal seja relativamente favorável face a outros EM da UE, para o caso geral deveria ser aumentado o período de reporte de prejuízos fiscais;
- Garantir a estabilidade do sistema fiscal por períodos não inferiores a uma legislatura;
- Não sendo possível diminuir no SFP a carga fiscal para as empresas, pelo menos que se crie condições para diminuir os custos de cumprimento das obrigações fiscais e se crie um gabinete de apoio ao investidor, de forma a

facilitar o diálogo entre as empresas e a Administração fiscal, como forma de apoiar e não desincentivar o investimento.

4.3 – Limitações do estudo

Uma das limitações do presente estudo associa-se ao número de respostas obtidas com o inquérito por questionário, limitando a generalização das conclusões, sobretudo para as empresas estrangeiras.

A abrangência e extensão do tema ampliaram em dificuldade a tarefa de revisão da literatura, havendo alguns pontos que poderiam ser largamente aprofundados, podendo alguns deles constituir-se em si mesmos como o objecto de estudo de uma dissertação.

4.4 – Indicação para investigação futura

A primeira ideia para a dissertação foi a quantificação da sinergia fiscal obtida para um leque de empresas. Contudo, a insuficiência de informação e a limitação de tempo impediu, por ora, a sua realização, podendo vir a ser explorada no futuro na existência de disponibilidade das empresas e/ou Administração fiscal no fornecimento de informação quantitativa.

O regime de neutralidade fiscal é um campo que ainda suscita posições contrárias quanto à sua aplicação em operações muito específicas e cujo alcance ainda não está esgotado. Com o fornecimento de informação sobre os projectos de fusão que foram entregues junto da Direcção-Geral dos Impostos (DGCI) é possível uma interessante análise, do ponto de vista económico, sobre a adequabilidade da neutralidade fiscal e o nível de razoabilidade requerido pela DGCI na aceitação dos fundamentos económicos associados à fusão.

Bibliografia

- A.T. Kearney (2010), *Investing in a Rebound – The 2010 A.T. Kearney FDI Confidence Index®*. Chicago, A.T. Kearney, Inc.
- Abreu, Miguel Teixeira de (2008), Competitividade vs Eficiência vs Credibilidade no caminho para uma relação tributária fundada na confiança. *Fiscalidade: Revista de Direito e Gestão Fiscal* **33**, 71-86.
- Akbulut, Mehmet E. and Matsusaka, John G. (forthcoming), 50+ Years of Diversification Announcements. *The Financial Review*.
- Amaral, Luís Mira (2003), Mesa Redonda: a competitividade da economia portuguesa. Lisboa, *Conselho Económico e Social*.
- Ansoff, H. Igor (1971), *Acquisition behavior of U.S. manufacturing firms, 1946-1965*. Nashville, Vanderbilt University Press.
- Astrachan, Joseph H. (1990), *Mergers, acquisitions and employee anxiety: a study of separation anxiety in a corporate context*. New York, Praeger Publishers.
- Auerbach, Alan J. (1988a), *Mergers and Acquisitions*. Chicago, University of Chicago Press. (Chapter: *The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions*, pp. 69-85 – with David Reishus).
- Auerbach, Alan J. (1988b), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago, University of Chicago Press. (Chapter: *The Effects of Taxation on the Merger Decision*, pp. 157-183 – with David Reishus).
- Auerbach, Alan J. and Reishus, David (WP 1986), Taxes and the Merger Decision: an empirical analysis. *National Bureau of Economic Research Working Paper* **1855**.
- Ayers, Benjamin C.; Lefanowicz, Craig E. and Robinson, John R. (2000), The Effects of Goodwill Tax Deductions on the Market for Corporate Acquisitions. *Journal of the American Taxation Association* **22**, 34-50.
- Ayers, Benjamin C.; Lefanowicz, Craig E. and Robinson, John R. (2003), Shareholder Taxes in Acquisition Premiums: The Effect of Capital Gains Taxation. *The Journal of Finance* **58** (6), 2783-2801.
- Barrios, Salvador; Huizinga, Harry; Laeven, Luc and Nicodème, Gaëtan (2009), International Taxation and Multinational Firm Location Decisions. European Commission, *European Economy – Economic Papers* **356**.
- Bastardo, Carlos e Gomes, António Rosa (1989), *Fusões e Aquisições (M&A): uma abordagem de avaliação de empresas*. Lisboa, Texto Editora.

- Becker, Johannes and Fuest, Clemens (WP 2007), Corporate Tax Policy and International Mergers and Acquisitions – Is the Tax Exemption System Superior?. *CESifo Working Paper* **1884**.
- Becker, Johannes and Fuest, Clemens (2010), Taxing Foreign Profits with International Mergers and Acquisitions. *International Economic Review* **51** (1), 171-186.
- Bento, Vítor (2010), *O Nó Cego da Economia*. Lisboa, Bnomics.
- Bessa, Daniel (1999), A competitividade da economia portuguesa. *O Economista* **12**, 51-58.
- Bilau, José J. (1994), *Tratamento Fiscal das Fusões de Sociedades*. Dissertação de Mestrado em Gestão, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa.
- Blonigen, Bruce A. and Davies, Ronald B. (2004), The Effects of Bilateral Tax Treaties on U.S. FDI Activity. *International Tax and Public Finance* **11** (5), 601-622.
- Brealey, Richard A. and Myers, Stewart C. (2003), *Principles of Corporate Finance*. 7th ed., New York, McGraw-Hill.
- Bruner, Robert F. (2004), *Applied Mergers and Acquisitions: Workbook*. New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
- Bryman, Alan and Cramer, Duncan (1994), *Quantitative Data Analysis for Social Scientists*. Rev. ed., London, Routledge.
- Capron, Laurence; Dussauge, Pierre and Mitchel, Will (1998), Resource Redeployment Following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988-1992. *Strategic Management Journal* **19** (7), 631-661.
- Capron, Laurence (1999), The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions. *Strategic Management Journal* **20**, 987-1018.
- Capron, Laurence and Pistre, Nathalie (2002), When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?. *Strategic Management Journal* **23** (9), 781-794.
- Carvalho das Neves & Associados (1999), *ABC das Fusões & Aquisições*. Lisboa, IAPMEI.
- Carvalho, Hugo Sancho (2010), Fusões fiscalmente neutras entre sociedades detidas pelo mesmo sócio: uma breve reflexão. *Revisores e Auditores* **48**, 42-49.
- Catroga, Eduardo (2001), A competitividade e a reforma fiscal. *O Economista* **14**, 49-44.
- Chatterjee, Sayan; Lubatkin, Michael; Schweiger, David and Weber, Yaakov (1992), Cultural Differences and Shareholder Value in Related Mergers: Linking Equity and Human Capital. *Strategic Management Journal* **13** (5), 319-334.

- Coeurdacier, Nicolas; Santis, Roberto A. and Aviat, Antonim (2009), Cross-border mergers and acquisitions and European integration. *Economic Policy* **24** (57), 55-106.
- Constâncio, Vítor (2010), *O Estado e a competitividade da economia*. Lisboa, discurso proferido na Conferência Antena 1, 2 de Fevereiro.
- Copeland, Tom; Koller, Tim and Murrin, Jack (2000), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed., New York, McKinsey & Company, Inc.
- Correia, Isabel (WP 2005), Consumption Taxes and Redistribution. Banco de Portugal, *Economic Research Department Working Paper* **11-05**.
- Cunha, Maria I. P. (2005), Regime Fiscal das Fusões de Sociedades. *Revisores e Auditores* **31**.
- Datta, Deepak K. (1991), Organizational fit and acquisition performance: effects of post-acquisitions integration. *Strategic Management Journal* **12**, 281-297.
- Denis, David J.; Denis, Diane and Sarin, K. Atulya (1997), Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. *The Journal of Finance* **52** (1), 135-160.
- Devereux, M. P. (2006), The Impact of Taxation on the Location of Capital, Firms and Profit: A Survey of Empirical Evidence. *Oxford University Centre for Business Taxation Working Paper* **702**
- Elschner, Christina and Vanborren, Werner (2009), Corporation effective tax rates in an enlarged European Union. European Union, *Taxation Papers* **14**.
- Ernst & Young (2009a), *Foreign Direct Investment in Portugal. What does the Future hold?*. Lisbon, Ernst & Young Portuguese Attractiveness Survey.
- Ernst & Young (2009b), *Reinventing European growth*. France, Ernst & Young European Attractiveness Survey.
- Ernst & Young (2010a), *Wake Up Call*. Lisbon, Ernst & Young Portuguese Attractiveness Survey.
- Ernst & Young (2010b), *Waking up to the new economy*. France, Ernst & Young European Attractiveness Survey.
- European Commission (2010), Monitoring tax revenues and tax reforms in EU Members States 2010: Tax policy after the crisis. *European Economy* **6**.
- Fama, Eugene F. and French, Kenneth R. (1998), Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance* **53** (3), 819-843.
- Franco, António L. de Sousa (1996), *Finanças Públicas e Direito Financeiro*. Vol. II, 4^a ed., Coimbra, Livraria Almedina.

- Frasquilho, Miguel (2007), O papel da fiscalidade no crescimento da economia portuguesa. *O Economista* **20**, 43-57
- Gaughan, Patrick A. (1999), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 2nd ed., New York, John Wiley & Sons, Inc.
- Ghauri, Pervez and Grønhaug, Kjell (2005), *Research Methods in Business Studies: A Practical Guide*. Harlow, Pearson Prentice Hall.
- Giovanni, Julian di (2005), What Drives Capital Flows? The Case of Cross-Border M&A Activity and Financial Deepening. *Journal of International Economics* **65**, 127-149.
- González, Begoña; González, Nuria; Romero, Ana; García, Concepción; Arriba, Ignacio; Garre, Natalia; Ayala, José y Varo, Enrique (2008), *Guía de Sociedades: Impuesto sobre Sociedades*. Valencia, Edición Fiscal CISS, Wolters Kluwer España.
- Hayn, Carla (1989), Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions. *Journal of Financial Economics* **23** (1), 121-153.
- Hebous, Shafik; Ruf, Martin and Weichenrieder, Alfons (forthcoming), The Effects of Taxation on the Location Decision of Multinational Firms: M&A vs. Greenfield Investments. *National Tax Journal*.
- Hill, Manuela Magalhães e Hill, Andrew (2008), *Investigação por Questionário*. 2^a ed., Lisboa, Edições Sílabo.
- Horta, Basílio (2009), A competitividade da economia portuguesa. *O Economista* **22**, 136-141.
- Hubbard, Robert G. and Palia, Darius (1999), A Re-Examination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View. *The Journal of Finance* **54** (3), 1131-1152.
- Hughes, Kirsty S. (1993), *European competitiveness*. Cambridge University Press.
- Huizinga, Harry P. and Nicodème, Gaëtan (2006), Foreign Ownership and Corporate Income Taxation: An Empirical Evaluation. *European Economic Review* **50** (5), 1223-1244.
- Hyun, Hea-Jung and Kim, Hyuk Hwang (2010), The Determinants of Cross-border M&As: the Role of Institutions and Financial Development in Gravity Model. *World Economy* **33** (2), 292-310.
- Ibáñez, Emilio Albi (2010), Impuesto sobre Sociedades: la investigación económica y los criterios para su reforma en España. *Instituto de Estudios Fiscales* **13**.
- Johansson, Åsa; Heady, Christopher; Arnold, Jens; Brys, Bert and Vartia, Laura (WP 2008), Tax and Economic Growth. *OECD Economics Department Working Paper* **620**.

- Kaplan, Steven (1989), Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value. *Journal of Finance* **44** (3), 611-632.
- KPMG (2010a), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Germany 2010 Edition, Frankfurt, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.
- KPMG (2010b), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Belgium 2010 Edition, Brussels, KPMG Tax and Legal Advisers.
- KPMG (2010c), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Netherlands 2010 Edition, Rotterdam, KPMG Meijburg & Co.
- KPMG (2010d), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Luxembourg 2010 Edition, Luxembourg, KPMG Tax S.à.r.l.
- KPMG (2010e), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Switzerland 2010 Edition, Zurich, KPMG AG.
- KPMG (2010f), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Spain 2010 Edition, Madrid, KPMG SA.
- KPMG (2010g), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Greece 2010 Edition, Athens, KPMG Advisors AE.
- KPMG (2010h), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Slovakia 2010 Edition, Bratislava, KPMG Slovensko Advisory k.s.
- KPMG (2010i), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Denmark 2010 Edition, Frederiksberg, KPMG C. Jespersen Statsautoriseret Revisionspartnerskab.
- KPMG (2010j), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Hungary 2010 Edition, Budapest, KPMG Tanácsadó Kft.
- KPMG (2010k), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Norway 2010 Edition, Oslo, KPMG Law Advokatfirma DA.
- KPMG (2010l), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Slovenia 2010 Edition, Ljubljana, KPMG poslovno svetovanje, d.o.o.
- KPMG (2010m), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Ireland 2010 Edition, Dublin, KPMG Ireland.
- KStudio Associato (2010), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Italy 2010 Edition, Milano, Studio Associato Consulenza.
- Krug, Jeffrey A. and Hegarty, W. Harvey (2001), Predicting Who Stays and Leaves after an Acquisition: A Study of Top Managers in Multinational Firms. *Strategic Management Journal* **22** (2), 185-196.

- Lane, Peter J.; Canella Jr., Albert A. and Lubatkin, Michael H. (1998), Agency problems as Antecedents to Unrelated Mergers and Diversification: Amihud and Lev Reconsidered. *Strategic Management Journal* **19** (6), 555-578.
- Larsson, Rikard and Finkelstein, Sydney (1999), Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. *Organization Science* **10** (1), 1-26.
- Leite, A. Nogueira (2003), Portugal, o IDE e o crescimento. *O Economista* **16**, 60-62.
- Leland, Hayne E. (2007), Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance. *Journal of Finance* **62** (2), 765-807.
- Lobo, Carlos Baptista (2006), Neutralidade fiscal das fusões: benefício fiscal ou desagregamento estrutural? Corolário ao nível do regime de transmissibilidade de prejuízos. *Fiscalidade: Revista de Direito e Gestão Fiscal* **26/27**, 29-61.
- Lopes, Cidália M. Mota (2006), The portuguese tax system: complexity and enforceability. *Fiscalidade: Revista de Direito e Gestão Fiscal* **26/27**, 77-108.
- Lopes, Cidália M. Mota (2007), Os Custos de cumprimento e a tributação do rendimento: Estudo comparativo de metodologias e resultados de estudos. *Ciência e Técnica Fiscal* **420**, 125-218.
- Lopes, Cidália M. Mota (2008), *Quanto Custa Pagar Impostos em Portugal? Os custos de cumprimento da tributação do rendimento*. Coimbra, Livraria Almedina.
- Lopes, Cidália M. Mota (2010), Os custos de cumprimento do imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas (IRC) em Portugal. *Portuguese Journal of Accounting and Management* **9**, 87-117.
- Lopes, J. Silva (2001), A competitividade da economia portuguesa. *O Economista* **14**, 26-29.
- MacKie-Mason, Jeffrey K. (1990), Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?. *The Journal of Finance* **45** (5), 1471-1493.
- Martinez, Luís F. e Ferreira, Aristides I. (2008), *Análise de Dados com SPSS*. 2ª ed, Lisboa, Escolar Editora.
- Mata, José (2009), *Economia da Empresa*. 5ª ed. Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian.
- Matos, Pedro Verga e Rodrigues, Vasco (2000), *Fusões e Aquisições: Motivações, Efeitos e Política*. 1ª ed., Cascais, Principia Editora.
- McKinsey (2003), Portugal 2010: *Acelerar o crescimento da produtividade em Portugal*. Lisboa, McKinsey Global Institute.

- Monti, Mario (2010), *A new Strategy for the Single Market*. Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso, May 9.
- Morck, Randall and Yeung, Bernard (WP 1998), Why Firms Diversify: Internalization vs. Agency Behavior. University of Alberta, *Finance Working Papers* **2-98**.
- Moura, J. Pina (1999), A competitividade da economia portuguesa. *O Economista* **12**, 45-50.
- Mueller, Dennis C. and Sirower, Mark L. (2003), The Causes of Mergers Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia. *Managerial and Decision Economics* **24** (5), 373-391.
- Nabais, J. Casalta (2007), Política fiscal, desenvolvimento sustentável e luta contra a pobreza. *Ciência e Técnica Fiscal* **419**, 89-116.
- Nahavandi, Afsaneh and Malekzadeh, Ali (1988), Acculturation in Mergers and Acquisitions. *The Academy of Management Review* **13** (1), 79-90.
- Neto, Luís (2003), Mesa Redonda: a competitividade da economia portuguesa. Lisboa, *Conselho Económico e Social*.
- Neves, J. Carvalho das (1993), *Timing and Economic Value of Mergers and Acquisitions*. Ph.D. Thesis, Manchester Business School, University of Manchester.
- Newbold, Paul; Carlson, William L. and Thorne, Betty M. (2007), *Statistics for Business and Economics*. 6th ed., New Jersey, Pearson Prentice Hall.
- Nicodème, Gaëtan (2009), Corporate income tax and economic distortions. European Commission, *Taxation Paper* **15**.
- Nobes, Christopher and Parker, Robert (1991), *Comparative International Accounting*. 3rd ed., New York, Pearson Prentice Hall.
- Norbäck, Pehr-Johan; Persson, Lars and Vlachos, Jonas (2009), Cross-Border Acquisitions and Taxes: Efficiency and Tax Revenues. *Canadian Journal of Economics* **42** (4), 1473-1500.
- OCDE (2007), Tax effects on foreign direct investment – Recent evidence and policy analysis. *OECD Tax Policy Studies* **4**.
- OCDE (2010), Tax Policy Reform and Economic Growth. *OECD Tax Policy Studies* **20**.
- Oliveira, L. Valente de (2003), Mesa Redonda: a competitividade da economia portuguesa. Lisboa, *Conselho Económico e Social*.
- Pereira, M. H. de Freitas (2004), Justiça fiscal e neutralidade dos impostos. *O Economista* **17**, 84-88.
- Pereira, M. H. de Freitas (2009), *Fiscalidade*. 3^a ed., Coimbra, Livraria Almedina.

- Pereira, M. H. de Freitas (2010), *Regime Fiscal Aplicável a Fusões, Cisões e Entrada de Activos - Novos Desenvolvimentos*. (Capítulo em: Miranda, Jorge; Cordeiro, António Menezes; Ferreira, Eduardo Paz e Nogueira, José Duarte (2010), *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta e Cunha*. Vol. II, Coimbra, Livraria Almedina).
- Pinto, J. A. Pinheiro (1994), *Fiscalidade*. Porto, Areal Editores.
- PwC (2009), *Why Luxembourg? A prime location for doing business*. PricewaterhouseCoopers Luxembourg, February.
- PwC (2010), *End of 1929 Holding Company regime*. PricewaterhouseCoopers Luxembourg Flash News, October.
- Ramos, João; Fortuna, Manuel e Barros, Victor (2009), *Tributação: Sistema Fiscal da Madeira*. Funchal, Ed. Autor.
- Rappaport, Alfred (1986), *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York, The Free Press.
- Reed, Stanley Foster and Lajoux, Alexandra Reed (1999), *The Art of M&A: A Merger/Acquisition/Buyout Guide*. 3rd ed., New York, McGraw-Hill.
- Roberts, Dennis J. (2009), *Mergers & Acquisitions: An Insider's Guide to the Purchase and Sale of Middle Market Business Interests*. New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
- Rodríguez, Juan López (2005), Comentarios a la Directiva del régimen fiscal de reorganizaciones empresariales. *Cronica Tributaria, Instituto de Estudios Fiscales* **116**, 81-112.
- Rodríguez, Juan López (2009), *La Imposición Sobre la Renta de Sociedades en el Contexto del Derecho Comunitario*. Estudios Jurídicos, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.
- Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey and Jordan, Bradford (2008), *Modern Financial Management*. 8th ed., International Student Edition, New York, McGraw-Hill.
- Rossi, Stefano and Volpin, Paolo (2004), Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics* **74** (2), 277-304.
- Samagaio, António (2005), *A Influência da Estratégia na Política dos Preços de Transferência nas Empresas Transnacionais*. Dissertação de Mestrado em Gestão, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa.
- Sanches, J. L. Saldanha (2008), Fusão inversa e neutralidade (da Administração) fiscal. *Fiscalidade: Revista de Direito e Gestão Fiscal* **34**, 7-34.

- Sanches, J. L. Saldanha (2010), *Justiça Fiscal*. Lisboa, Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Schipper, Katherine and Thompson, Rex (1983), Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. *Journal of Financial Economics* **11** (1), 85-119.
- Scholes, Myron S.; Wolfson, Mark A.; Erickson, Merle; Maydew, Eduard L. and Shevlin, Terry (2009), *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*. 4th ed., New Jersey, Pearson Prentice Hall.
- Servaes, Henri (1996), The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave. *The Journal of Finance* **51** (4), 1201-1225.
- Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W. (1997), A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* **52** (2), 737-783.
- Silva, A. Cavaco e Neves, J. César das (1992), *Finanças Públicas e Política Macroeconómica*. 2^a ed., Lisboa, Universidade Nova de Lisboa.
- The Economist (2007), *World investment prospects to 2011: Foreign Direct Investment and the challenge of political risk*. London, The Economist Intelligence Unit.
- Uhlenbruck, Klaus (2004), Developing Acquired Foreign Subsidiaries: The Experience of MNEs in Transition Economies. *Journal of International Business Studies* **25** (2), 109-123.
- UNCTAD (2000), *Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*. Geneva, United Nations, World Investment Report.
- UNCTAD (2003), *FDI Policies for Development: National and International Perspectives*. Geneva, United Nations, World Investment Report.
- UNCTAD (2009a), *FDI Policies for Development: National and International Perspectives*. Geneva, United Nations, World Investment Report.
- UNCTAD (2009b), *UNCTAD Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs*. Vol. I, Geneva, United Nations, FDI Flows and Stocks.
- Vartia, Laura (WP 2008), How do Taxes affect Investment and Productivity? An Industrial-Level Analysis of OECD Countries. *OECD Economics Department Working Paper* **656**.
- Ventura, Raúl (1987), *Dissolução e Liquidação de Sociedades: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra, Livraria Almedina.
- Ventura, Raúl (1990), *Fusão, cisão e transformação de sociedades*. Coimbra, Livraria Almedina.

- Very, Philippe; Lubatkin, Michael; Calori, Roland and Veiga, John (1997), Relative Standing and the Performance of Recently Acquired European Firms. *Strategic Management Journal* **18** (8), 593-614.
- Walter, Ingo (2004), *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance*. New York, Oxford University Press.
- Weber, Yaakov; Shenkar, Oded and Raveh, Adi (1996), National and Corporate Cultural Fit in Mergers/Acquisitions: An Exploratory Study. *Management Science* **52** (8), 1215-1227.
- WEF (2010), *The Global Competitiveness Report 2010-2011*. Geneva, World Economic Forum.
- Weston, J. Fred and Weaver, Samuel C. (2001), *Mergers and Acquisitions: The McGraw-Hill Executive MBA Series*. New York, McGraw-Hill.
- Yetkin (2010), *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Turkey 2010 Edition, Istanbul, Yetkin Yeminli Mali Müşavirlik YMM AS.

Legislação Nacional

Circular n.º 7/2005, de 16 de Maio – DSIRC.

Código das Sociedades Comerciais.

Código do Imposto do Selo.

Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas.

Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares.

Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado.

Decreto-Lei n.º 47/77, de 7 de Fevereiro.

Decreto-Lei n.º 221/01, de 7 de Agosto.

Decreto-Lei n.º 201/2002, de 26 de Setembro.

Decreto-Lei n.º 287/2003, de 12 de Novembro.

Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de Julho.

Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto.

Despacho n.º 1204/2004-XV do SEAF, de 19 de Maio (*informação vinculativa da DGCI*).

Despacho n.º 36/2005-XVI do SEAF, de 13 de Janeiro (*informação vinculativa da DGCI*).

Despacho n.º 37/2005-XVI, do SEAF, de 13 de Janeiro (*informação vinculativa da DGCI*).

Despacho n.º 79/2005-XVII, do SEAF, de 15 de Abril (*informação vinculativa da DGCI*).

Directriz Contabilística n.º 1.

Estatuto dos Benefícios Fiscais.

Lei n.º 19/2009, de 12 de Maio.

Ofício n.º 134850 do SIVA de 89.11.21.

Portaria n.º 1254/2009, de 14 de Outubro.

Portaria n.º 1255/2009, de 14 de Outubro.

Portaria n.º 1256/2009, de 14 de Outubro.

Processo n.º 534/2002 – com despacho concordante do SEAF, em 14 de Março (*informação vinculativa da DGCI*).

Legislação de Espanha

Ley del Impuesto sobre Sociedades: (Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades).

Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea.

Legislação de França

Code général des impôts (Version consolidée au 1 janvier 2011 – Modifié par LOI nº2010-1658 du 29 décembre 2010).

Code civil (Version consolidée au 24 décembre 2010).

Legislação Comunitária

Decisão da Comissão, de 28 de Outubro de 2009 (notificada com o número C(2009) 8107).

Directiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro.

Directiva 82/891/CEE do Conselho, de 17 de Dezembro.

Directiva 90/434/CEE do Conselho, de 23 de Julho.

Directiva 2005/19/CE do Conselho, de 17 de Fevereiro.

Directiva 2005/56/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Outubro.

Directiva 2007/63/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Novembro.

Directiva 2009/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro.

Directiva 2009/133/CE do Conselho, de 19 de Outubro.

Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de Setembro.

Regulamento (CE) n.º 2236/2004 da Comissão, de 29 de Dezembro.

Sítios na Internet consultados

AlacraStore.com (<http://www.alacrastore.com/>).

Comunicados da Autoridade da Concorrência
(<http://www.concorrencia.pt/Comunicados.as>).

Comunicados da CMVM (<http://www.cmvm.pt>).

Anexos

Anexo A – Número de operações de F&A realizadas em Portugal entre 2000 e 2010*, por ano e país

País das empresas (<i>buy side</i>)	Operações de F&A ocorridas em Portugal entre 2000 e 2009												Empresas envolvidas no <i>buy side</i>	Empresas contactadas
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*	Total		
PT	85	45	85	81	94	120	107	155	112	95	38	1017	517	270
AE	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	2	2	2
AO	0	0	0	3	0	0	0	2	1	1	1	8	7	2
AT	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0
AU	0	0	0	0	0	0	0	3	1	0	0	4	4	3
BE	2	0	1	1	5	1	0	1	1	1	0	13	5	3
BM	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	3	1	0
BR	1	1	1	1	2	0	2	1	4	2	1	16	12	7
CA	0	1	0	2	1	0	1	0	0	2	0	7	6	3
CH	2	0	2	0	0	3	8	7	7	4	6	39	14	5
DE	4	4	12	0	2	5	3	3	3	1	2	39	20	14
DK	0	0	0	0	1	2	0	0	1	0	0	4	3	2
ES	10	5	13	21	30	24	28	26	23	17	7	204	92	53
FI	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1	1
FR	2	6	4	4	4	5	5	4	5	2	4	45	27	13
GB	7	0	4	7	9	14	12	11	13	8	6	91	38	20
IE	1	0	0	0	1	0	0	2	0	0	0	4	4	0
IN	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	2	2	2
IT	0	1	3	0	0	1	1	0	2	0	0	8	8	3
JP	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	4	2	2
LU	0	0	1	0	1	4	3	1	0	1	2	13	5	1
MH	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1
MO	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	0	3	2	0
MX	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	2	1	1
NL	3	2	4	1	4	3	3	11	3	4	2	40	16	9
NO	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	2	4	4	2
RO	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1	0
RU	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2	2	1
SE	4	0	0	0	0	2	0	1	0	0	0	7	3	3
US	1	2	3	6	4	12	11	10	7	3	2	61	43	29
ZA	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1	1
Total	122	68	134	127	160	197	187	250	186	142	74	1647	845	453

* Dados até ao 3º trimestre de 2010

Anexo B – Factores gerais que os gestores ponderaram quando decidiram investir em F&A em Portugal (*ranking* por grupos e correlações)

Factor	Total				Portuguesas				Estrangeiras				Cotadas				Não Cotadas				PME				Grandes empresas				3 ou menos F&A				4 ou mais F&A			
	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda
Aumento de dimensão	4,20	1	4	4	4,21	1	4	4	4,20	2	4	5	4,42	1	5	5	4,13	1	4	4	4,00	1	4	4	4,33	1	4	5	4,13	1	4	5	4,29	1	4	4
Melhoria na cadeia de valor	3,98	2	4	4	4,08	2	4	4	3,20	5	4	4	3,92	3	4	4	4,00	2	4	4	4,00	2	4	4	3,96	3	4	4	3,83	3	4	4	4,14	2	4	4
Possibilidade de obtenção de sinergia estratégica	3,93	3	4	4	4,00	3	4	4	3,40	4	3	3	3,75	4	4	4	4,00	3	4	4	3,82	6	4	4	4,00	2	4	4	3,87	2	4	4	4,00	3	4	4
Entrada em novos mercados e diversificação de negócio/risco	3,86	4	4	5	3,77	5	4	5	4,60	1	5	5	4,25	2	4	5	3,72	6	4	5	3,88	5	4	4	3,85	4	4	5	3,74	5	4	5	4,00	4	4	4
Melhoria da eficiência operativa	3,84	5	4	4	3,92	4	4	4	3,20	6	4	4	3,50	5	4	4	3,97	4	4	4	4,00	3	4	4	3,74	5	4	4	3,83	4	4	4	3,86	5	4	4
Aumento do poder de mercado	3,75	6	4	4	3,74	6	4	4	3,80	3	4	3	3,42	6	4	3	3,88	5	4	4	3,94	4	4	4	3,63	6	4	4	3,70	6	4	4	3,81	6	4	4
Aumento da capacidade negocial	3,43	7	4	4	3,51	7	4	4	2,80	11	3	4	2,92	11	3	3	3,63	7	4	4	3,47	8	4	4	3,41	7	4	4	3,17	7	3	4	3,71	7	4	4
Partilha de informação, tecnologia e know-how	3,25	8	3	4	3,26	8	3	4	3,20	7	3	4	3,33	7	4	4	3,22	8	3	3	3,65	7	4	4	3,00	10	3	3	3,00	8	3	3	3,52	8	4	4
Estabilidade política e legal do país	3,16	9	3	3	3,15	9	3	3	3,20	8	3	4	3,25	8	3	4	3,13	9	3	3	3,18	12	3	3	3,15	8	3	3	2,96	9	3	3	3,38	9	3	3
Incompatibilidades na cultura organizacional	3,07	10	3	3	3,08	12	3	3	3,00	10	3	2	3,00	9	3	4	3,09	11	3	3	3,35	9	3	2	2,89	11	3	3	2,83	11	3	3	3,33	10	3	4
Melhoria nas fontes de financiamento (sinergia financeira)	3,02	11	3	3	3,10	10	3	3	2,40	12	2	2	2,75	13	3	4	3,13	10	3	3	3,29	10	3	3	2,85	12	3	3	2,87	10	3	3	3,19	13	3	3
Ganhos em termos fiscais	3,02	12	3	3	3,10	11	3	3	2,40	13	3	3	3,00	10	3	4	3,03	12	3	3	2,88	13	3	3	3,11	9	3	3	2,78	12	3	3	3,29	11	3	4
Portugal pertencer à União Europeia	2,93	13	3	3	2,90	13	3	3	3,20	9	3	3	2,75	12	3	3	3,00	13	3	3	3,29	11	3	3	2,70	13	3	3	2,65	13	3	3	3,24	12	3	3

Rank: ordenação pela maior média

Variável	Estatísticas		Correlações (tau de Kendall)												
	Média	Desv. Padrão	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. Melhoria na cadeia de valor	3,98	,85	1												
2. Aumento de dimensão	4,20	,82	,357**	1											
3. Entrada em novos mercados e diversificação de negócio/risco	3,86	1,15	,140	,095	1										
4. Aumento do poder de mercado	3,75	,75	,155	,046	,411**	1									
5. Melhoria da eficiência operativa	3,84	,81	,158	,079	-,082	,074	1								
6. Melhoria nas fontes de financiamento (sinergia financeira)	3,02	1,07	,118	,092	-,056	,056	,088	1							
7. Possibilidade de obtenção de sinergia estratégica	3,93	,90	,126	,240	-,160	,061	-,008	,199	1						
8. Ganhos em termos fiscais	3,02	1,15	,108	,146	-,073	-,028	,103	,364**	,181	1					
9. Aumento da capacidade negocial	3,43	1,07	,048	,015	-,056	,101	-,110	,270*	,388**	,504**	1				
10. Incompatibilidades na cultura organizacional	3,07	1,07	-,164	-,242	-,011	,052	,084	,086	,025	,207	,225	1			
11. Partilha de informação, tecnologia e <i>know-how</i>	3,25	1,06	,005	-,219	,159	,022	,057	,054	,026	-,123	-,024	,421**	1		
12. Estabilidade política e legal do país	3,16	,91	-,243	-,144	-,057	-,150	-,121	,058	-,080	,068	,198	,271*	,409**	1	
13. Portugal pertencer à União Europeia	2,93	1,07	-,111	-,255	,052	,228	-,048	,255*	-,110	,098	,291*	,446**	,25*	,384**	1

** . Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed)

* . Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed)

Anexo C – Factores fiscais que os gestores ponderaram quando decidiram investir em F&A em Portugal (*ranking* por grupos e correlações)

Factor	Total				Portuguesas				Estrangeiras				Cotadas				Não Cotadas				PME				Grandes empresas				3 ou menos F&A				4 ou mais F&A			
	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda	Média	Rank	Mediana	Moda
Tributação dos dividendos	3,58	1	4	4	3,59	1	4	4	3,50	6	4	4	3,42	6	4	4	3,64	1	4	4	3,50	4	4	4	3,62	1	4	4	3,25	3	4	4	3,90	1	4	4
Transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais	3,53	2	4	4	3,35	5	4	4	4,50	1	5	5	3,83	1	4	4	3,39	5	4	4	3,50	6	4	4	3,54	3	4	4	3,25	2	4	4	3,80	2	4	4
Tributação internacional (preços de transferência e dupla tributação)	3,53	3	4	4	3,50	3	4	4	3,67	4	4	5	3,67	3	4	3	3,46	3	4	4	3,57	3	4	4	3,50	5	4	4	3,40	1	4	4	3,65	5	4	3
Possibilidade de diminuição da carga fiscal	3,53	4	4	4	3,53	2	4	4	3,50	7	4	4	3,58	4	4	4	3,50	2	3	3	3,50	5	4	3	3,54	2	4	4	3,25	4	3	3	3,80	3	4	4
Taxas de IRC	3,40	5	4	4	3,26	8	3	4	4,17	2	4	4	3,67	2	4	4	3,29	8	3	3	3,14	12	3	3	3,54	4	4	4	3,15	5	3	4	3,65	6	4	4
Estabilidade do sistema fiscal	3,40	6	4	4	3,32	6	4	4	3,83	3	4	4	3,42	5	4	4	3,39	6	4	4	3,43	7	4	4	3,38	6	4	4	3,00	7	3	4	3,80	4	4	4
Benefícios, subsídios e incentivos fiscais	3,30	7	4	4	3,41	4	4	4	2,67	13	3	4	3,17	7	4	4	3,36	7	4	4	3,64	2	4	4	3,12	8	3	4	3,10	6	3	4	3,50	8	4	4
Sistema judicial (tributário)	3,28	8	3	3	3,29	7	3	3	3,17	10	3	3	2,92	11	3	3	3,43	4	3	3	3,64	1	4	3	3,08	9	3	3	3,00	8	3	3	3,55	7	3	3
Nível de burocracia e complexidade de cumprimento	3,20	9	3	3	3,15	9	3	3	3,50	8	4	3	3,00	10	3	3	3,29	9	3	3	3,21	9	3	3	3,19	7	3	3	2,95	9	3	3	3,45	9	4	4
Dificuldade em dialogar com a Administração Fiscal	2,95	10	3	3	2,88	10	3	3	3,33	9	4	4	3,08	8	3	3	2,89	10	3	3	3,00	14	3	3	2,92	10	3	3	2,75	11	3	3	3,15	10	3	3
Contribuições para a Segurança Social	2,93	11	3	3	2,79	13	3	3	3,67	5	4	4	3,00	9	3	4	2,89	11	3	3	3,21	10	3	3	2,77	11	3	3	2,80	10	3	3	3,05	11	3	3
Harmonização do IVA na União Europeia	2,85	12	3	3	2,82	12	3	3	3,00	11	3	3	2,75	12	3	3	2,89	12	3	3	3,14	13	3	3	2,69	12	3	3	2,75	12	3	4	2,95	13	3	3
Sistema de retenção na fonte	2,85	13	3	3	2,88	11	3	3	2,67	14	3	3	2,75	13	3	3	2,89	13	3	3	3,43	8	3	3	2,54	14	3	3	2,70	14	3	3	3,00	12	3	3
Taxas de IVA	2,80	14	3	3	2,76	14	3	3	3,00	12	3	3	2,67	14	3	3	2,86	14	3	3	3,21	11	3	3	2,58	13	3	3	2,70	13	3	3	2,90	14	3	3
Taxa do escalão mais elevado de IRS	2,45	15	3	3	2,44	15	3	3	2,50	15	3	4	2,08	16	2	2	2,61	15	3	3	2,86	15	3	3	2,23	16	2	3	2,50	15	3	3	2,40	16	3	3
Impostos sobre os combustíveis	2,43	16	3	3	2,44	16	3	3	2,33	16	3	3	2,17	15	2	1	2,54	16	3	3	2,71	16	3	3	2,27	15	3	3	2,40	16	3	3	2,45	15	3	1

Rank: ordenação pela maior média

Variável	Estatísticas		Correlações (tau de Kendall)															
	Média	Desv. Padrão	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1. Contribuições para a Segurança Social	2,93	1,05	1															
2. Benefícios, subsídios e incentivos fiscais	3,30	1,11	,233	1														
3. Transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais	3,53	1,18	,400**	,282*	1													
4. Tributação dos dividendos	3,58	1,03	,074	,338*	,311*	1												
5. Tributação internacional (preços de transferência e dupla tributação)	3,53	1,06	,162	,169	,218	,641**	1											
6. Dificuldade em dialogar com a Administração Fiscal	2,95	,93	,292*	,323*	,208	,255	,232	1										
7. Possibilidade de diminuição da carga fiscal	3,53	,93	,234	,550**	,372**	,532**	,399**	,422**	1									
8. Nível de burocracia e complexidade de cumprimento	3,20	,82	,371**	,135	,119	,241	,028	,562**	,250	1								
9. Taxas de IRC	3,40	,96	,357**	,240	,345*	,539**	,479**	,373**	,467**	,347*	1							
10. Taxa do escalão mais elevado de IRS	2,45	1,06	,330*	,304*	,038	,107	,189	,408**	,208	,488**	,208	1						
11. Taxas de IVA	2,80	,91	,481**	,262	,120	,06	,329*	,616**	,214	,607**	,403**	,686**	1					
12. Harmonização do IVA na União Europeia	2,85	1,05	,528**	,280*	,116	,163	,229	,517**	,249	,547**	,350**	,724**	,716**	1				
13. Estabilidade do sistema fiscal	3,40	1,01	,300*	,225	,214	,415**	,291*	,382**	,338*	,581**	,384**	,295*	,486**	,513**	1			
14. Impostos sobre os combustíveis	2,43	1,08	,242	,223	-,087	,086	,207	,352**	,130	,395**	,091	,514**	,551**	,509**	,445**	1		
15. Sistema de retenção na fonte	2,85	1,08	,443**	,189	,153	,192	,348*	,257*	,224	,338*	,177	,541**	,554**	,575**	,364**	,435**	1	
16. Sistema judicial (tributário)	3,28	,91	,574**	,208	,186	,298*	,234	,384**	,362**	,556**	,292*	,359*	,560**	,530**	,543**	,429**	,659**	1

** . Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed)

* . Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed)

Anexo D – Output do teste U de Mann-Whitney para a análise entre grupos

Test Statistics^b

	Houve criação de valor
Mann-Whitney U	117
Wilcoxon W	138
Z	-,109
Asymp. Sig. (2-tailed)	,913
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,937 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Empresa Nacional ou Estrangeira

Test Statistics^a

	Houve criação de valor
Mann-Whitney U	147
Wilcoxon W	742
Z	-1,589
Asymp. Sig. (2-tailed)	,112

a. Grouping Variable: Empresa cotada em mercado bolsista

Test Statistics^a

	Houve criação de valor
Mann-Whitney U	126
Wilcoxon W	297
Z	-3,161
Asymp. Sig. (2-tailed)	,002

a. Grouping Variable: PME ou grande empresa

Test Statistics^a

	Houve criação de valor
Mann-Whitney U	231,5
Wilcoxon W	531,5
Z	-,797
Asymp. Sig. (2-tailed)	,426

a. Grouping Variable: 3 ou menos F&A ou 4 ou mais F&A

Test Statistics^b

	Satisfeitos com as F&A realizadas em Portugal
Mann-Whitney U	104,5
Wilcoxon W	924,5
Z	-,57
Asymp. Sig. (2-tailed)	,569
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,622 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Empresa Nacional ou Estrangeira

Test Statistics^a

	Satisfeitos com as F&A realizadas em Portugal
Mann-Whitney U	136
Wilcoxon W	731
Z	-1,919
Asymp. Sig. (2-tailed)	,055

a. Grouping Variable: Empresa cotada em mercado bolsista

Test Statistics^a

	Satisfeitos com as F&A realizadas em Portugal
Mann-Whitney U	149,5
Wilcoxon W	320,5
Z	-2,602
Asymp. Sig. (2-tailed)	,009

a. Grouping Variable: PME ou grande empresa

Test Statistics^a

	Satisfeitos com as F&A realizadas em Portugal
Mann-Whitney U	254
Wilcoxon W	507
Z	-,248
Asymp. Sig. (2-tailed)	,804

a. Grouping Variable: 3 ou menos F&A ou 4 ou mais F&A

Test Statistics^b

	A consultoria fiscal foi importante para a F&A
Mann-Whitney U	100
Wilcoxon W	565
Z	-,208
Asymp. Sig. (2-tailed)	,835
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,865 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Empresa Nacional ou Estrangeira

Test Statistics^b

	A consultoria fiscal foi importante para a F&A
Mann-Whitney U	98,5
Wilcoxon W	476,5
Z	-1,341
Asymp. Sig. (2-tailed)	,18
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,216 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: PME ou grande empresa

Test Statistics^b

	A consultoria fiscal foi importante para a F&A
Mann-Whitney U	128,5
Wilcoxon W	206,5
Z	-,749
Asymp. Sig. (2-tailed)	,454
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,491 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Empresa cotada em mercado bolsista

Test Statistics^b

	A consultoria fiscal foi importante para a F&A
Mann-Whitney U	134,5
Wilcoxon W	270,5
Z	-1,103
Asymp. Sig. (2-tailed)	,27
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,308 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: 3 ou menos F&A ou 4 ou mais F&A

Test Statistics^b

	Melhoria na cadeia de valor	Aumento de dimensão	Entrada em novos mercados	Aumento do poder de mercado	Melhoria da eficiência operativa	Fontes de financiamento	Obtenção de sinergia estratégica	Ganhos em termos fiscais	Aumento da capacidade negocial	Cultura organizacional	Partilha de informação, tecnologia e know-how	Estabilidade e política e legal do país	Portugal pertencer à União Europeia
Mann-Whitney U	56,500	95,000	57,500	97,000	68,500	62,500	55,500	63,500	67,000	93,500	92,000	93,500	86,500
Wilcoxon W	71,500	110,000	837,500	112,000	83,500	77,500	70,500	78,500	82,000	108,500	107,000	873,500	866,500
Z	-1,676	-,100	-1,548	-,021	-1,176	-1,361	-1,643	-1,307	-1,184	-,154	-,213	-,160	-,439
Asymp. Sig. (2-tailed)	,094	,920	,122	,983	,240	,173	,100	,191	,236	,878	,832	,873	,661
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,133 ^a	,943 ^a	,143 ^a	1,000 ^a	,293 ^a	,202 ^a	,123 ^a	,216 ^a	,277 ^a	,886 ^a	,858 ^a	,886 ^a	,693 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Empresa Nacional ou Estrangeira

Test Statistics^b

	Melhoria na cadeia de valor	Aumento de dimensão	Entrada em novos mercados	Aumento do poder de mercado	Melhoria da eficiência operativa	Fontes de financiamento	Obtenção de sinergia estratégica	Ganhos em termos fiscais	Aumento da capacidade negocial	Cultura organizacional	Partilha de informação, tecnologia e know-how	Estabilidade e política e legal do país	Portugal pertencer à União Europeia
Mann-Whitney U	185,500	152,500	151,000	140,000	143,500	162,500	160,500	189,000	126,500	189,000	173,000	173,500	164,500
Wilcoxon W	713,500	680,500	679,000	218,000	221,500	240,500	238,500	717,000	204,500	267,000	701,000	701,500	242,500
Z	-,189	-1,129	-1,131	-1,542	-1,402	-,818	-,878	-,082	-1,812	-,082	-,523	-,527	-,782
Asymp. Sig. (2-tailed)	,850	,259	,258	,123	,161	,414	,380	,934	,070	,934	,601	,598	,434
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,866 ^a	,302 ^a	,290 ^a	,177 ^a	,204 ^a	,442 ^a	,412 ^a	,948 ^a	,084 ^a	,948 ^a	,630 ^a	,630 ^a	,474 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Empresa cotada em mercado bolsista

Test Statistics^a

	Melhoria na cadeia de valor	Aumento de dimensão	Entrada em novos mercados	Aumento do poder de mercado	Melhoria da eficiência operativa	Fontes de financiamento	Obtenção de sinergia estratégica	Ganhos em termos fiscais	Aumento da capacidade comercial	Cultura organizacional	Partilha de informação, tecnologia e know-how	Estabilidade política e legal do país	Portugal pertencer à União Europeia
Mann-Whitney U	227,000	177,000	226,500	184,000	193,000	189,000	201,000	205,000	224,500	181,000	151,000	229,000	168,500
Wilcoxon W	605,000	330,000	604,500	562,000	571,000	567,000	354,000	358,000	602,500	559,000	529,000	382,000	546,500
Z	-,067	-1,373	-,076	-1,234	-,965	-1,027	-,726	-,614	-,127	-1,216	-1,978	-,013	-1,586
Asymp. Sig. (2-tailed)	,947	,170	,940	,217	,335	,305	,468	,539	,899	,224	,048	,990	,113

a. Grouping Variable: PME ou grande empresa

Test Statistics^a

	Melhoria na cadeia de valor	Aumento de dimensão	Entrada em novos mercados	Aumento do poder de mercado	Melhoria da eficiência operativa	Fontes de financiamento	Obtenção de sinergia estratégica	Ganhos em termos fiscais	Aumento da capacidade comercial	Cultura organizacional	Partilha de informação, tecnologia e know-how	Estabilidade política e legal do país	Portugal pertencer à União Europeia
Mann-Whitney U	204,000	233,000	221,500	231,000	233,500	200,500	232,500	183,000	184,000	171,000	163,000	184,000	174,500
Wilcoxon W	480,000	509,000	497,500	507,000	464,500	476,500	508,500	459,000	460,000	447,000	439,000	460,000	450,500
Z	-,974	-,217	-,492	-,278	-,206	-1,013	-,224	-1,429	-1,419	-1,723	-1,928	-1,460	-1,698
Asymp. Sig. (2-tailed)	,330	,828	,623	,781	,837	,311	,823	,153	,156	,085	,054	,144	,089

a. Grouping Variable: 3 ou menos F&A ou 4 ou mais F&A

Test Statistics^b

	Contr. Seg. Social	Benefícios, subsídios e incentivos fiscais	Transm. de créditos e prejuízos fiscais	Tributação dos dividendos	Tributação internacion al	Dialogar com a Adm. Fiscal	Diminuição da carga fiscal	Nível de burocracia	Taxas de IRC	Taxa do IRS	Taxas de IVA	IVA na UE	Estabilidad e do sistema fiscal	Impostos sobre os combustív eis	Sistema de retenção na fonte	Sistema judicial
Mann-Whitney U	55,000	74,000	40,500	94,500	84,500	72,500	96,000	78,000	48,500	98,500	83,000	92,000	75,500	97,500	88,500	93,000
Wilcoxon W	650,000	95,000	635,500	115,500	679,500	667,500	117,000	673,000	643,500	693,500	678,000	687,000	670,500	118,500	109,500	114,000
Z	-1,856	-1,114	-2,463	-,303	-,701	-1,218	-,241	-,978	-2,168	-,138	-,784	-,401	-1,062	-,180	-,543	-,368
Asymp. Sig. (2- tailed)	,063	,265	,014	,762	,483	,223	,809	,328	,030	,890	,433	,688	,288	,857	,587	,713
Exact Sig. [2*(1- tailed Sig.)]	,078 ^a	,306 ^a	,017 ^a	,782 ^a	,517 ^a	,271 ^a	,839 ^a	,383 ^a	,041 ^a	,897 ^a	,493 ^a	,726 ^a	,324 ^a	,868 ^a	,618 ^a	,754 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Empresa Nacional ou Estrangeira

Test Statistics^b

	Contr. Seg. Social	Benefícios, subsídios e incentivos fiscais	Transm. de créditos e prejuízos fiscais	Tributação dos dividendos	Tributação internacion al	Dialogar com a Adm. Fiscal	Diminuição da carga fiscal	Nível de burocracia	Taxas de IRC	Taxa do IRS	Taxas de IVA	IVA na UE	Estabilidad e do sistema fiscal	Impostos sobre os combustív eis	Sistema de retenção na fonte	Sistema judicial
Mann-Whitney U	154,500	161,500	130,500	154,500	149,500	152,500	143,500	144,500	117,500	120,500	141,000	152,500	160,500	130,000	152,000	124,500
Wilcoxon W	560,500	239,500	536,500	232,500	555,500	558,500	549,500	222,500	523,500	198,500	219,000	230,500	566,500	208,000	230,000	202,500
Z	-,415	-,202	-1,170	-,425	-,578	-,499	-,768	-,747	-1,595	-1,457	-,868	-,485	-,234	-1,184	-,501	-1,387
Asymp. Sig. (2- tailed)	,678	,840	,242	,671	,563	,618	,442	,455	,111	,145	,385	,628	,815	,236	,616	,165
Exact Sig. [2*(1- tailed Sig.)]	,694 ^a	,850 ^a	,273 ^a	,694 ^a	,590 ^a	,652 ^a	,475 ^a	,493 ^a	,138 ^a	,163 ^a	,439 ^a	,652 ^a	,827 ^a	,273 ^a	,652 ^a	,202 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Empresa cotada em mercado bolsista

Test Statistics^b

	Contr. Seg. Social	Benefícios, subsídios e incentivos fiscais	Transm. de créditos e prejuízos fiscais	Tributação dos dividendos	Tributação internacion al	Dialogar com a Adm. Fiscal	Diminuição da carga fiscal	Nível de burocracia	Taxas de IRC	Taxa do IRS	Taxas de IVA	IVA na UE	Estabilidad e do sistema fiscal	Impostos sobre os combustív eis	Sistema de retenção na fonte	Sistema judicial
Mann-Whitney U	142,500	139,500	170,500	170,000	171,000	164,000	170,500	182,000	134,500	121,000	106,500	143,000	179,000	139,000	103,500	124,500
Wilcoxon W	493,500	490,500	275,500	275,000	522,000	515,000	275,500	533,000	239,500	472,000	457,500	494,000	284,000	490,000	454,500	475,500
Z	-1,168	-1,266	-,345	-,363	-,330	-,556	-,346	,000	-1,441	-1,798	-2,332	-1,172	-,090	-1,288	-2,363	-1,761
Asymp. Sig. (2- tailed)	,243	,205	,730	,716	,741	,578	,729	1,000	,150	,072	,020	,241	,928	,198	,018	,078
Exact Sig. [2*(1- tailed Sig.)]	,266 ^a	,231 ^a	,747 ^a	,747 ^a	,769 ^a	,624 ^a	,747 ^a	1,000 ^a	,180 ^a	,086 ^a	,031 ^a	,279 ^a	,944 ^a	,231 ^a	,025 ^a	,104 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: PME ou grande empresa

Test Statistics^b

	Contr. Seg. Social	Benefícios, subsídios e incentivos fiscais	Transm. de créditos e prejuízos fiscais	Tributação dos dividendos	Tributação internacion al	Dialogar com a Adm. Fiscal	Diminuição da carga fiscal	Nível de burocracia	Taxas de IRC	Taxa do IRS	Taxas de IVA	IVA na UE	Estabilidad e do sistema fiscal	Impostos sobre os combustív eis	Sistema de retenção na fonte	Sistema judicial
Mann-Whitney U	169,000	162,000	159,500	138,000	184,000	148,500	135,500	136,500	151,500	188,000	186,000	190,500	118,000	199,500	168,000	142,000
Wilcoxon W	379,000	372,000	369,500	348,000	394,000	358,500	345,500	346,500	361,500	398,000	396,000	400,500	328,000	409,500	378,000	352,000
Z	-,874	-1,080	-1,158	-1,790	-,458	-1,519	-1,853	-1,849	-1,404	-,337	-,413	-,272	-2,346	-,014	-,919	-1,695
Asymp. Sig. (2- tailed)	,382	,280	,247	,073	,647	,129	,064	,064	,160	,736	,680	,785	,019	,989	,358	,090
Exact Sig. [2*(1- tailed Sig.)]	,414 ^a	,314 ^a	,277 ^a	,096 ^a	,678 ^a	,165 ^a	,081 ^a	,086 ^a	,192 ^a	,758 ^a	,718 ^a	,799 ^a	,026 ^a	,989 ^a	,398 ^a	,121 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: 3 ou menos F&A ou 4 ou mais F&A

Test Statistics^b

	Considera adequado o actual regime fiscal
Mann-Whitney U	124,5
Wilcoxon W	152,5
Z	-0,28
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,779
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,795 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Empresa Nacional ou Estrangeira

Test Statistics^b

	Considera adequado o actual regime fiscal
Mann-Whitney U	163
Wilcoxon W	724
Z	-0,945
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,345
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,381 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Empresa cotada em mercado bolsista

Test Statistics^a

	Considera adequado o actual regime fiscal
Mann-Whitney U	211
Wilcoxon W	347
Z	-0,524
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,6

a. Grouping Variable: PME ou grande empresa

Test Statistics^a

	Considera adequado o actual regime fiscal
Mann-Whitney U	249,5
Wilcoxon W	525,5
Z	-0,084
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,933

a. Grouping Variable: Até 3 F&A ou 4 ou mais F&A

Anexo E – Sector de actividade das empresas respondentes

Sector de Actividade	N	% da amostra
Indústria do papel	1	1,5%
Indústria extractiva	1	1,5%
Electricidade e gás	3	4,5%
Construção	4	6,0%
Comércio por grosso e a retalho	4	6,0%
Transportes e armazenagem	2	3,0%
Actividades de edição e publicação	0	0,0%
Telecomunicações	2	3,0%
Actividades relacionadas com informática	2	3,0%
Serviços financeiros e segurador	5	7,5%
Alojamento, restauração e similares	2	3,0%
Indústria alimentar e bebidas	5	7,5%
Indústria da madeira e cortiça	1	1,5%
Indústria química	1	1,5%
Indústria automóvel	3	4,5%
Actividades imobiliárias	2	3,0%
Actividades de saúde humana e apoio social	2	3,0%
Actividades de consultoria	5	7,5%
Outra	22	32,8%
Total	67*	

* Não se pretendia colocar restrições ao número de sectores de actividades em que operam, pelo que várias empresas respondentes assinalaram em mais do que um campo.

Anexo F – Inquérito por questionário em língua portuguesa

QUESTIONÁRIO

Impacto da Fiscalidade nas decisões de Fusões e Aquisições em Portugal

O presente questionário, cujo tempo estimado de resposta é de 7 minutos, pretende obter informação qualitativa sobre a importância da Fiscalidade nas decisões de Fusões e Aquisições em Portugal, ocorridas entre 2000 e 2009.

Este estudo enquadra-se na minha Dissertação de Mestrado em Finanças do ISEG/Universidade Técnica de Lisboa, orientada pelo Prof. Doutor João Carvalho das Neves.

Para responder ao questionário é expectável que tenha contribuído para a decisão dos investimentos da sua empresa, no período assinalado. É garantida total confidencialidade dos dados.

O grande objectivo do estudo é indicar medidas a tomar para promover e melhorar uma das componentes das Fusões e Aquisições em Portugal, a Fiscalidade.

Caso pretenda obter uma síntese das conclusões deste estudo, indique o seu e-mail:

(Preencher com “X”)

1. Quantas operações de Fusões e Aquisições a sua empresa realizou em Portugal entre 2000 e 2009?

☐ 1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ou mais

2. Nas operações realizadas, em média, com que percentagem de capital ficaram a deter após a operação?

☐ < 25% ☐ 25-50% ☐ > 50%

3. Nas operações de Fusões e Aquisições em que estiveram envolvidos, classifique quanto à sua concordância:

(em que: 1-discordo totalmente; 2-discordo parcialmente; 3-indiferente; 4-concordo parcialmente; 5-concordo totalmente)

	1	2	3	4	5
Houve criação de valor para a empresa com a operação	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Voltaríamos a investir da mesma forma (Fusões e Aquisições)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Estamos satisfeitos com as operações efectuadas em Portugal	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

4. Recorreram a consultoria fiscal quando planearam as operações de Fusão e Aquisição?

☐ Sim ☐ Não

5. Estão satisfeitos com a oferta de empresas com serviço de consultoria fiscal em Portugal para operações de Fusão e Aquisição?

☐ Sim ☐ Não

Caso tenha respondido “Não”, porque? _____

6. Caso tenham recorrido a consultoria fiscal, classifique quanto à sua concordância:

(em que: 1-discordo totalmente; 2-discordo parcialmente; 3-indiferente; 4-concordo parcialmente; 5-concordo totalmente)

	1	2	3	4	5
A consultoria fiscal foi importante para a operação	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Os ganhos justificaram os custos com a consultoria	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

7. Em futuras operações irão recorrer a consultoria fiscal?

☐ Sim ☐ Não

8. Quando decidiram investir em Fusões e Aquisições, diversos factores poderão ter ponderado. Classifique os seguintes factores quanto ao seu grau de importância na hora de decidir investir:

(em que: 1-nada importante; 2-pouco importante; 3-indiferente; 4-importante; 5-muito importante)

	1	2	3	4	5
Melhoria na cadeia de valor	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aumento de dimensão	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Entrada em novos mercados e diversificação de negócio/risco	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aumento do poder de mercado	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Melhoria da eficiência operativa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Melhoria nas fontes de financiamento (sinergia financeira)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Possibilidade de obtenção de sinergia estratégica	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Ganhos em termos fiscais	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aumento da capacidade negocial	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Incompatibilidades na cultura organizacional	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Partilha de informação, tecnologia e <i>know-how</i>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Estabilidade política e legal do país	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Portugal pertencer à União Europeia	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

9. De entre todos os factores enunciados acima, as questões fiscais podem influenciar a decisão de investir em Fusões e Aquisições.

Classifique os seguintes factores fiscais quanto à importância que assumiram na hora de decidir investir:

(em que: 1-nada importante; 2-pouco importante; 3-indiferente; 4-importante; 5-muito importante)

	1	2	3	4	5
Contribuições para a Segurança Social	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Benefícios, subsídios e incentivos fiscais	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Tributação dos dividendos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Tributação internacional (preços de transferência e dupla tributação)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Dificuldade em dialogar com a Administração Fiscal	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Possibilidade de diminuição da carga fiscal	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Nível de burocracia e complexidade de cumprimento	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Taxas de IRC	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Taxa do escalão mais elevado de IRS	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Taxas de IVA	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Harmonização do IVA na União Europeia	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Estabilidade do sistema fiscal	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Impostos sobre os combustíveis	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sistema de retenção na fonte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sistema judicial (tributário)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

10. Considera adequado o actual regime fiscal especial aplicável às Fusões e Aquisições, consagrado no Código do IRC?

(em que: 1-discordo totalmente; 2-discordo parcialmente; 3-indiferente; 4-concordo parcialmente; 5-concordo totalmente)

1	2	3	4	5
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

11. Tem alguma sugestão para melhoria do Sistema Fiscal que possa ajudar a promover as Fusões e Aquisições?

Sobre a empresa

12. Qual a forma jurídica da sua empresa?

☐ SGPS ou SCR ☐ S.A. ☐ Lda. ☐ Outra

13. Para melhor classificarmos a dimensão da sua empresa, indique-nos:

<u>N.º de Trabalhadores</u>	<u>Volume de Negócios</u>	<u>Balanço Total</u>
<input type="checkbox"/> < 10	<input type="checkbox"/> < 2.000.000 €	<input type="checkbox"/> < 2.000.000 €
<input type="checkbox"/> 10 – 50	<input type="checkbox"/> 2.000.000 € - 10.000.000 €	<input type="checkbox"/> 2.000.000 € - 10.000.000 €
<input type="checkbox"/> 50 – 250	<input type="checkbox"/> 10.000.000 € - 50.000.000 €	<input type="checkbox"/> 10.000.000 € - 43.000.000 €
<input type="checkbox"/> > 250	<input type="checkbox"/> > 50.000.000 €	<input type="checkbox"/> > 43.000.000 €

14. A empresa é cotada em bolsa?

☐ Sim ☐ Não

15. Do grupo económico a que a empresa pertence, existe alguma empresa fora de Portugal?

☐ Sim ☐ Não

Se sim, em que países? _____

16. Indique a natureza das actividades desenvolvidas em Portugal:

<input type="checkbox"/> Indústria do papel	<input type="checkbox"/> Serviços financeiros e segurador
<input type="checkbox"/> Indústria extractiva	<input type="checkbox"/> Alojamento, restauração e similares
<input type="checkbox"/> Electricidade e gás	<input type="checkbox"/> Indústria alimentar e bebidas
<input type="checkbox"/> Construção	<input type="checkbox"/> Indústria da madeira e cortiça
<input type="checkbox"/> Comércio por grosso e a retalho	<input type="checkbox"/> Indústria química
<input type="checkbox"/> Transportes e armazenagem	<input type="checkbox"/> Indústria automóvel
<input type="checkbox"/> Actividades de edição e publicação	<input type="checkbox"/> Actividades imobiliárias
<input type="checkbox"/> Telecomunicações	<input type="checkbox"/> Actividades de saúde humana e apoio social
<input type="checkbox"/> Actividades relacionadas com informática	<input type="checkbox"/> Actividades de consultoria
<input type="checkbox"/> Outra. Qual? _____	

Para qualquer esclarecimento adicional queira contactar por favor, Victor Barros, através do telefone – 967371713 – ou dos e-mails – L33924@aln.iseg.utl.pt | victormbarros@netmadeira.com.

MUITO OBRIGADO PELA SUA COLABORAÇÃO!

QUESTIONNAIRE

The impact of taxation on Mergers and Acquisitions decisions in Portugal

This questionnaire aims to obtain information about the importance of taxation on Mergers and Acquisitions decisions in Portugal during 2000 and 2009. The estimated time to answer is 7 minutes.

This research is related to my Master Thesis in Finance at School of Economics and Management of Technical University of Lisbon, supervised by Professor João Carvalho das Neves.

When answering to this questionnaire it is expected that you have had an important role in the investment decision making of your company during the selected period. I guarantee confidentiality of your answers.

The goal of this research is to find some measures to improve the taxation of Mergers and Acquisitions in Portugal and thus promote this type of operations.

If you want to receive a summary of this research, please write your e-mail:

(Fill with "X")

1. In how many Mergers and Acquisitions have your company been involved between 2000 and 2009 in Portugal?

☐ 1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 or more

2. In average what is the share of capital held by your company after these operations?

☐ < 25% ☐ 25-50% ☐ > 50%

3. In these operations, classify as to your agreement:

(where: 1-strongly disagree; 2-disagree; 3-neither agree nor disagree; 4-agree; 5-strongly agree)

	1	2	3	4	5
There was value creation for the company with these operations	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
We would invest in the same way (Mergers and Acquisitions)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
We are satisfied with these operations made in Portugal	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

4. When planning these operations of Mergers and Acquisitions, did you call for tax consulting companies?

☐ Yes ☐ No

5. Are you pleased with the supply of tax consulting companies in Portugal specialized in Mergers and Acquisitions operations?

☐ Yes ☐ No

If you answered "No", explain why:

6. If you called for tax consulting companies, classify as to your agreement:

(where: 1-strongly disagree; 2-disagree; 3-neither agree nor disagree; 4-agree; 5-strongly agree)

	1	2	3	4	5
The tax consulting was important to these operations	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
The gains justified the costs of consulting	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

7. In future operations in Portugal will you call for tax consulting companies?

☐ Yes ☐ No

8. When you decided to invest on Mergers and Acquisitions, you may have weighted many factors. Classify the following factors according to their importance when you decided to invest:

(where: 1-nothing important; 2-less important; 3-indifferent; 4-important; 5-very important)

	1	2	3	4	5
Value chain improvement	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Increase in size	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Entrance in new markets and business/risk diversification	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Increase of market power	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Improvement of operational efficiency	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Improvement of funding sources (financial synergy)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Possibility of obtaining strategic synergy	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Tax gains	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Increase of bargaining power	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Incompatibilities in organizational culture	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Share information, technology and know-how	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Political and law stability	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Portugal is an European Union member	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

9. Among all the factors listed above, tax issues may influence the decision to invest in Mergers and Acquisitions.

Classify the following tax factors according to their importance when you decided to invest:

(where: 1-nothing important; 2-less important; 3-indifferent; 4-important; 5-very important)

	1	2	3	4	5
Social Security Tax	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aid, subsidies and tax incentives	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Transfer of tax credits and tax losses	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Shareholder taxation	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
International taxation (transfer pricing and double taxation)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Difficulty to dialogue with tax administration	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Possibility to obtain lower tax burden	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Level of bureaucracy and complexity of compliance	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Corporate tax	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Top personal income tax	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
VAT rate	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
VAT harmonization in the EU	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Stability of fiscal system	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Energy taxes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Withholding tax system	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Judicial system	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

10. Do you consider the current special tax rules for Mergers and Acquisitions in Portugal are appropriated?

(where: 1-strongly disagree; 2-disagree; 3-neither agree nor disagree; 4-agree; 5-strongly agree)

1	2	3	4	5
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

11. Do you have any suggestion to improve the Portuguese fiscal system that could help to promote Mergers and Acquisitions operations?

About your company

12. What's the type of capital structure of your company?

☐ Holding or Venture Capital ☐ PLC ☐ Ltd ☐ Other

13. To classify your company size, please indicate:

<u>Number of employees</u>	<u>Turnover</u>	<u>Balance sheet total</u>
<input type="checkbox"/> < 10	<input type="checkbox"/> < 2.000.000 €	<input type="checkbox"/> < 2.000.000 €
<input type="checkbox"/> 10 – 50	<input type="checkbox"/> 2.000.000 € - 10.000.000 €	<input type="checkbox"/> 2.000.000 € - 10.000.000 €
<input type="checkbox"/> 50 – 250	<input type="checkbox"/> 10.000.000 € - 50.000.000 €	<input type="checkbox"/> 10.000.000 € - 43.000.000 €
<input type="checkbox"/> > 250	<input type="checkbox"/> > 50.000.000 €	<input type="checkbox"/> > 43.000.000 €

14. Is your company listed on Stock Exchange?

☐ Yes ☐ No

15. In the economic group which your company belongs are there other cross-border companies besides Portugal?

☐ Yes ☐ No

If "Yes", in which countries? _____

16. Indicate your business sector in Portugal:

<input type="checkbox"/> Paper industry	<input type="checkbox"/> Financial services and insurance
<input type="checkbox"/> Extractive industry	<input type="checkbox"/> Accommodation, restoration and similar
<input type="checkbox"/> Energy industry	<input type="checkbox"/> Food and beverage industry
<input type="checkbox"/> Building	<input type="checkbox"/> Manufacturer of wood and cork
<input type="checkbox"/> Wholesale and retail	<input type="checkbox"/> Chemical industry
<input type="checkbox"/> Transport and storage	<input type="checkbox"/> Automotive industry
<input type="checkbox"/> Editing and publishing	<input type="checkbox"/> Real estate
<input type="checkbox"/> Telecommunications	<input type="checkbox"/> Human health activities and social support
<input type="checkbox"/> Computer and related activities	<input type="checkbox"/> Consulting activities
<input type="checkbox"/> Other. Which? _____	

For any further clarification, please contact me (Victor Barros) by the e-mails – L33924@aln.iseg.utl.pt | victormbarros@netmadeira.com – or phone – (+351) 967 371 713.

THANK YOU FOR YOUR COOPERATION!